

AperTO - Archivio Istituzionale Open Access dell'Università di Torino

Il Manager nelle multinazionali: strategie di incentivazione, durata nella carica e rapporti di governance

This is the author's manuscript

Original Citation:

Availability:

This version is available <http://hdl.handle.net/2318/1617819> since 2016-11-30T13:02:29Z

Publisher:

McGrawHill

Terms of use:

Open Access

Anyone can freely access the full text of works made available as "Open Access". Works made available under a Creative Commons license can be used according to the terms and conditions of said license. Use of all other works requires consent of the right holder (author or publisher) if not exempted from copyright protection by the applicable law.

(Article begins on next page)

**Il Manager nelle
multinazionali: strategie
di incentivazione, durata
nella carica e rapporti di
governance.**

Ringraziamenti

Si ringrazia per la collaborazione Exor SpA che ha messo a disposizione i dati di cui è proprietaria per permettere agli autori di svolgere la ricerca presente in questo libro.

1

Introduzione

Questo lavoro ha lo scopo di approfondire l'evoluzione della figura dell'amministratore delegato focalizzandosi su alcuni elementi chiave quali il turnover, la durata nella carica, l'età, la propensione al rischio e i criteri e sistemi di retribuzione.

Lo scopo della ricerca nasce dalla convinzione, basata su fatti, che il ruolo del CEO all'interno dell'impresa necessita di una trattazione più complessa e organica da parte della teoria manageriale, comprendente i meccanismi sottostanti alla sua nomina, al suo avvicendamento ed alla sua retribuzione e non solo un mero focus sulle doti manageriali sul carisma, sulla leadership o sulla capacità o meno di abbandonare il suo ruolo quando la fiducia della proprietà e/o del mercato viene meno.

Data la scarsa letteratura, soprattutto italiana, in grado di affrontare da un punto di vista organico i problemi sottesi al ruolo del CEO si è cercato di esaminare, in questa ricerca, i principali meccanismi che regolano e che influenzano le scelte del manager.

In questo capitolo vengono illustrati gli argomenti trattati nel libro e viene illustrata l'evoluzione della figura del manager professionale.

Obiettivi di apprendimento

In questo capitolo discuteremo di:

- Introduzione alle tematiche inerenti alla figura del manager professionale
 - Evoluzione della figura del manager professionale
 - Base dati utilizzata per le analisi empiriche
-

1.1 Cenni introduttivi

Nel presente lavoro, oltre all'analisi della letteratura esistente, si propongono una serie di approfondimenti attraverso casi ed analisi empiriche rese possibili dall'utilizzo e dall'implementazione di un database proprietario creato da un gruppo di studio nato all'interno di EXOR, la più grande investment company quotata in Italia.

Su questo database gli autori, attraverso specifici filtri di ricerca, hanno potuto raccogliere una serie di raccolte dati di approfondimento con specifico focus sull'obiettivo della presente ricerca. Sono stati raccolti, ad esempio, su un arco di 10 anni dati sulle performance, sull'attività di M&A, di R&D, sulla durata in carica del presidente, dell'amministratore delegato, del consiglio di amministrazione, sui criteri di remunerazione, sulle retribuzioni effettive sia variabili che fisse etc.

Il database è costituito dalle imprese inserite nel 2015 nell'MSCI world index. Le aziende analizzate sono più di 1.600. L'MSCI world index raccoglie le imprese di maggior dimensione dei paesi con economie sviluppate e presenta una bilanciata distribuzione geografica e per settori.

Il primo aspetto affrontato dall'analisi teorica e quantitativa è la durata del mandato del CEO. La tenure è un aspetto importante per la vita e la dinamicità dell'impresa. L'analisi sulla durata in carica è necessaria al fine di comprendere quanto tempo un CEO ha per incidere sull'azienda, per attuare le strategie definite dal board e, non ultimo, per comprendere se è confermata la tendenza a mandati sempre più brevi.

Si passa poi ad analizzare cause e modalità di cambiamento: si tratta di una successione forzata o naturale nel ruolo? come il board interviene nell'avvicendamento? Il successore è un interno o è chiamato dall'esterno dell'azienda?

Queste analisi portano a comprendere e categorizzare diverse situazioni e contesti in cui il CEO si trova ad operare.

Un secondo aspetto su cui ci si è soffermati è l'analisi di passaggi generazionali e di successioni tra CEO interni e CEO esterni, da cui, attraverso l'utilizzo delle informazioni contenute nel database sopradescritto, si è proceduto ad approfondire i meccanismi sottostanti alla sostituzione dei CEO.

La scelta di sostituire un CEO interno con un CEO esterno richiede dei piani di successione definiti, dei meccanismi di scelta ponderati a seconda delle cause che portano il board of director a rivolgersi al "mercato dei CEO". Diventa quindi necessario capire, dal punto di vista della teoria manageriale, se vi sono settori industriali più propensi alla ricerca di un CEO esterno o meno e se, come lo definiscono Murphy e Zabojnik¹, le imprese ricercano maggiormente uno specific managerial capital o un general managerial capital.

¹ MURPHY K. J., ZABOJNIK J., (2006), "*Managerial capital and the market for CEOs*", Queen's Economics Department Working Paper No. 1110

Vi sono dunque da un lato le conoscenze acquisite all'interno dell'impresa, riguardanti i meccanismi di funzionamento dell'impresa stessa e dall'altro una ricerca di conoscenze generiche dei mercati e di strategia delle imprese. La prospettiva azienda di famiglia o azienda ad azionariato diffuso fornisce un ulteriore asse di analisi che inserito nel ragionamento precedente contribuisce a rendere maggiormente complesso ma anche più fruttuoso il percorso di ricerca.

Terzo, il turnover dei CEO nella vita delle imprese, e le cause che portano alla ricerca di CEO con caratteristiche manageriali diverse, hanno, come conseguenza logica, portato ad una ricerca di correlazione tra questi aspetti e l'età del CEO. L'ambito di indagine in questo caso intende approfondire come la tenure e l'età anagrafica del CEO influenzino le decisioni, con specifico riferimento al livello di rischio.

La scarsa letteratura in merito ha sicuramente alimentato il desiderio di far luce su questo aspetto che non è sicuramente trascurabile date le forti implicazioni che, scelte di indebitamento o propensione al rischio, hanno sugli azionisti e sulla proprietà dell'impresa anche per molti anni dopo la fine del mandato di un singolo CEO.

Quarto, l'attenzione degli azionisti e dei media in generale al comportamento degli amministratori delegati, nel loro ruolo apicale di gestione dell'impresa, e la sempre maggior coscienza e interesse degli azionisti alla valutazione delle performance dei CEO, hanno portato ad interrogarsi sulla natura dei sistemi retributivi del CEO e sul grado di sensitività con le performances economico-finanziarie dell'impresa. Ci si è interrogati, dunque, su come sia variata la retribuzione del CEO negli ultimi vent'anni, su quali forme retributive si basino oggi i compensation e i bonus plan e soprattutto se vi è, o meno, correlazione tra andamento dell'impresa e retribuzione del CEO.

1.2 Evoluzione della figura del manager professionale

Prima di passare ai risultati della ricerca, riteniamo necessario affrontare un breve excursus su come ha avuto origine la teoria sulla figura del manager professionale e su come questa si è evoluta nel tempo. Solo in questo mondo è possibile comprendere l'ottica della letteratura attuale in materia.

Come Schumpeter ha creato la visione dell'imprenditore come figura eroica, unica e capace di fare tutto da solo la visione del manager professionista che governa strutture complesse ed internazionali è nata da Alfred Chandler.

Il capitalismo manageriale nasce storicamente nella prima metà del secolo scorso, quando le grandi imprese hanno iniziato a crescere e prosperare creando una nuova professione: il manager.

Alla sua nascita questa professione ha avuto grandi effetti benefici sulle aziende. La teoria manageriale ha, quindi, costruito il dogma del manager come chiave per la gestione professionale della moderna corporation. Berle e Means² hanno dimostrato che gli azionisti sono lontani dalla gestione e hanno solo interesse al ritorno del capitale; di conseguenza è necessario che qualcuno gestisca l'azienda. Alfred Chandler³ ha stabilito che il manager migliore è un essere razionale che guida un'organizzazione complessa. Eugene Fama⁴ ha aggiunto che viene fatto negli interessi degli azionisti solo se incentivato economicamente.

Alfred Chandler ha tratto le conclusioni, stabilendo la superiorità del manager professionale su qualsiasi altro gestore aziendale, come notano Annika Hall, Mattias Nordqvist: "Chandler argomentò che la ragione del declino dell'economia del Regno Unito rispetto a quella degli Stati Uniti fosse la relativa prevalenza di aziende familiari nel Regno Unito. Argomentò che il professionista, dipendente, manager non proprietario, che era la norma negli Stati Uniti, avesse un più grande incentivo ad agire razionalmente piuttosto che i manager che ereditavano sia la proprietà che il ruolo di dirigente da precedenti generazioni della famiglia, dal momento che il fondatore si era guadagnato il proprio status, mentre i manager della famiglia lo avevano ereditato"⁵.

La posizione di Chandler ha influenzato buona parte della teoria moderna sul manager e sulla necessaria e benefica divisione tra proprietà come fornitore di capitale e manager come gestore razionale.

Secondo Chandler: "Quando hanno osservato lo sviluppo del sistema economico americano, gli storici erano più interessati alla continuità del capitalismo familiare (cioè, imprenditoriale) o del capitalismo finanziario più che dalla diffusione del capitalismo manageriale... Resta un dato di fatto che dal 1950 le aziende manageriali sono diventate la forma standard della moderna azienda nei maggiori settori dell'economia americana. In questi settori dove la moderna azienda strutturata per business unit è diventata predominante, il capitalismo manageriale si è diffuso a spese del capitalismo familiare o finanziario"⁶.

Chandler scrive negli anni 70 e per primo fa rilevare una realtà che in quel momento non era evidente (almeno all'accademia): il ruolo del management nello sviluppo delle imprese nel diciannovesimo secolo. Chandler ha ragione quando dice che prima di lui gli storici si erano occupati solo del capitalismo familiare e di quello

² BERLE A.A., MEANS G.C., (1932), *The Modern Corporation and Private Property*

³ ALFRED DUPONT CHANDLER, (1977), *The Visible Hand: The Managerial Revolution in American Business*, Belknap Press

⁴ FAMA E.F., (1980), "Agency Problems and the Theory of the Firm", *The Journal of Political Economy*

⁵ HALL A., NORDQVIST M., (2008), "Professional Management in Family Businesses: Toward an Extended Understanding", *Family Business Review*, vol. XXI, no. 1, March

⁶ ALFRED DUPONT CHANDLER, (1977), *The Visible Hand: The Managerial Revolution in American Business*, Belknap Press, pag. 493.

finanziario. Bisogna pensare che quando Chandler scrive la produzione scientifica sulla pratica manageriale è ancora nella sua infanzia: Peter Drucker ha pubblicato *The Concept of the Corporation*, il primo libro di pratica manageriale della storia, nel 1954 e *My Years at General Motors*, il secondo, fu pubblicato da Alfred Sloan nel 1963. In questo contesto vanno lette le parole in cui Chandler sottolinea il ruolo del manager professionale, una figura da spiegare perché ignota sino a qualche anno prima: “Dalla metà del ventesimo secolo, tuttavia, i manager in carriera, orientati ad una carriera professionale, furono le figure che guidarono le grandi aziende strutturate per business unit dominando tutti i settori importanti dell’economia americana... i bisogni industriali e di marketing delle nuove grandi imprese portarono ad una professionalizzazione del management come successe per le ferrovie negli anni ’80 e ’90. Tale professionalizzazione incoraggiò la rapida diffusione di nuove tecniche amministrative, e aiutò i manager a identificare se stessi come un gruppo distinto, una nuova categoria sociale”⁷.

Peter Drucker ed Alfred Sloan sono le controparti della discussione di Chandler e, non a caso, l’esempio chiave in *Visible Hand* è la General Motors di Sloan contrapposta a quella di Durant, che di GM fu il fondatore: “Considerato che molti dei manager che si occuparono della ristrutturazione di General Motors venivano da Du Pont, la storia della General Motors dimostrò come le tecniche organizzative potessero essere trasferite e adattate da un settore ad un altro. Inoltre, quando i dirigenti alla General Motors descrissero i propri risultati sui nuovi giornali di management, essi diventarono modelli su cui le altre imprese costruirono le proprie strutture organizzative... La recessione del 1920-1921 trasformò la General Motors da azienda imprenditoriale a manageriale.

William C. Durant, un imprenditore di enormi ambizioni che fondò l’impresa nel 1908, aveva avuto poco interesse verso i processi manageriali. Durant, un noto costruttore di carrozze a Flint, Michigan, aveva acquisito la Buick Motor Company nel 1904. Dal 1908 con una produzione di oltre 8000 veicoli essa divenne la più grande compagnia automobilistica della regione. In questa espansione il più grande contributo di Durant fu, secondo un precedente storico della General Motors, la costruzione di una organizzazione di vendita a livello nazionale. Per mettere in pratica una strategia di crescita, Durant preferì acquisire altre aziende piuttosto che crescere internamente. Dopo la formazione della General Motors nel 1908 egli conquistò il controllo di numerose aziende che vendevano e producevano auto, camion, ... componenti e accessori. Nel processo di creazione del suo impero, Durant fece poco sforzo per portare tutte queste numerose attività sotto un unico controllo centralizzato. L’headquarter dell’azienda rimase gestito da Durant, due o tre assistenti personali, e i/le loro segretari/e. Durant non ebbe né il tempo né le informazioni per valutare, coordinare, e pianificare le attività dei suoi collaboratori o dell’azienda nel suo insieme. Nel periodo di boom immediatamente seguente all’armistizio del novembre 1918, le divisioni operative espansero rapidamente la produzione e immagazzinarono grandi scorte, in modo da avere un’offerta sufficiente per sostenere

⁷ ALFRED DUPONT CHANDLER, (1997), *The Visible Hand: The Managerial Revolution in American Business*, Belknap Press, pag. 456.

una domanda che si attendeva in crescita costante. Questo è il motivo per cui, quando il mercato dell'auto collassò nel 1920, la General Motors dovette svalutare pesantemente il magazzino e andò molto vicina al fallimento"⁸.

La General Motors è un caso di successo della suddivisione tra proprietà e management; Durant, il fondatore, non era stato in grado di gestirla e la famiglia Du Pont ne aveva preso il controllo. Quando Pierre Du Pont divenne presidente cercò un manager che potesse gestirla e scelse Alfred Sloan, che era stato assunto in General Motors quando Durant aveva comprato la sua azienda di cuscinetti a sfera. Sloan è stato un titano del management e ha impresso lo stile procedurale e burocratico che in General Motors esiste ancora oggi.

La General Motors di Sloan è stata la prima grande azienda multinazionale con pratiche e processi manageriali rigorosi e gestione del capitale investito. Nel libro di Sloan, *My Year with General Motors*, scritto più di cinquanta anni fa, si trovano buona parte delle pratiche manageriali adottate oggi nelle nostre moderne imprese: dal factoring al leasing, dal ROIC ai costi standard, dalla segmentazione al lancio di nuovi prodotti, dall'espansione internazionale alla gestione delle risorse umane. Non c'è da sorprendersi se l'incredibile opera di Sloan alla General Motors sia stata la base sulla quale è nata la scienza manageriale.

Chandler racconta come nella prima parte del diciannovesimo secolo il management sia diventato professionale; è interessante sentire dalle sue parole come sono nate le società di consulenza: "Già nel 1911, Arthur D. Little era consulente presso la General Motors sulla creazione di laboratori tecnici. Nel 1921 Day & Zimmerman fornirono, su richiesta dei banchieri che aiutarono la du Pont a rifinanziare General Motors, consulenza sulla riorganizzazione interna. Frazer & Torbet, fondata nel 1917, fornì consulenza sulla riorganizzazione sia al governo che ad imprese private. Un partner, James O. McKinsey, nel 1925 fondò la sua impresa che divenne ed è tuttora una delle prime società di consulenza manageriale al mondo. Dagli anni '20 le società di consulenza fornirono consigli sulle attività funzionali dell'impresa, includendo anche le funzioni più nuove quali il personale e le pubbliche relazioni"⁹.

Una volta stabilita come nuova professione, il management ha creato le sue associazioni, le sue scuole (le business school), le sue riviste, le società di consulenza e, alla fine, la scienza manageriale con Drucker e Sloan. A questo proposito è interessante ricordare che Drucker per scrivere *The Concept of the Corporation* spese buona parte del suo tempo a intervistare manager della General Motors e che Sloan scrisse, lasciata General Motors, *My Years with General Motors* perché riteneva che quanto Drucker aveva scritto fosse troppo teorico e la pratica manageriale fosse divulgabile solo attraverso esempi concreti e non astrazioni.

⁸ ALFRED DUPONT CHANDLER, (1997), *The Visible Hand: The Managerial Revolution in American Business*, Belknap Press, pag. 459.

⁹ ALFRED DUPONT CHANDLER, (1997), *The Visible Hand: The Managerial Revolution in American Business*, Belknap Press, pag. 468.

Nelle parole di Drucker stesso della prefazione del libro di Sloan: “I miei anni con General Motors’ è stato scritto soprattutto per confutare, o almeno controbilanciare, un libro che Sloan pensava fosse pernicioso: il mio libro su General Motors, *Concept of the Corporation*, pubblicato nel 1946. *Concept of the Corporation* è stato il primo studio del management come disciplina professionale... [il libro] è diventato innominabile in GM per molti anni e fu vietato... Ma Sloan era diverso dagli altri. Quando i suoi collaboratori mi attaccarono in una riunione convocata per discutere del libro, Sloan si schierò subito in mia difesa: il Sig. Drucker si sbaglia di grosso, ma ha fatto esattamente ciò che ci ha detto che avrebbe fatto. E ha diritto alle sue opinioni, per quanto pensiamo siano sbagliate, sia voi che io”... Sloan mi criticava per aver messo il management davanti alla leadership. Si sentì, così, in dovere di produrre l’antidoto [il libro *My Years at General Motors*]”¹⁰.

Come spesso accade anche la teoria sul manager professionale di Chandler per essere giudicata va letta nel contesto in cui è stata creata. È stato naturale per lo storico di Harvard descrivere la figura del manager professionale come il passo definitivo nell’evoluzione dell’impresa. Le grandi corporation americane del secondo dopo guerra erano macchine burocratiche di una potenza incredibile che strutturavano le iniziative imprenditoriali nate nei primi cinquant’anni del secolo. Le aziende protagoniste di quell’epoca storica erano General Motors, IBM, General Electric etc, aziende che anche se sopravvissute sono profondamente cambiate da come erano in quel momento... o meglio, aziende che proprio perchè profondamente cambiate sono sopravvissute.

La corporation burocratica è stata spazzata via dall’instabilità degli anni ’70 e dall’arrivo della concorrenza internazionale, prima in ordine di tempo quella giapponese degli anni ’80. Questa evoluzione ha dimostrato che il manager professionale non era la fine dell’evoluzione industriale ma solo un tassello dell’evoluzione aziendale. La teoria di Chandler, invece, è rimasta radicata nell’accademia e continua oggi a far credere che il manager professionale sia un essere superiore di per sé.

Chandler illustrando il ruolo del manager nella moderna impresa ha contribuito in modo decisivo a fare degli amministratori delegati delle figure note al grande pubblico. Tendenza che è continuata e, nel tempo, si è acuita.

Nel caso si voglia cercare una data simbolo che segni l’era degli amministratori delegati, questa è il settembre 1979, quando Lee Iacocca fu nominato Chairman e CEO della Chrysler. In quel momento Chrysler era un’azienda in profonda crisi e destinata al fallimento. Iacocca, appena licenziato da Henry Ford II, aveva lasciato la presidenza di una Ford in ottima salute e che macinava utili. La nomina ebbe un’enorme eco pubblica, a cui il personaggio si prestava bene, essendo sì un grande leader, ma anche un ottimo venditore, capace di attrarre su di sé l’attenzione delle persone. Iacocca stesso racconta di come venne notato dal top management di Ford durante la campagna di vendita della Ford 1956 quando guidava il distretto di vendita di Philadelphia: “Sebbene le vendite della Ford 1956 fossero scarse ovunque, il nostro distretto è stato il più debole di tutto il paese... Ho deciso che tutti i clienti che acquistavano una nuova Ford 1956 avrebbero potuto farlo con un pagamento

¹⁰ SLOAN A.P., (1963), *My Years whit General Motors*, Currency, New York

modesto pari al 20% in meno, seguito da tre anni di pagamenti mensili di 56\$. Questo è stato un piano di pagamenti che quasi chiunque poteva permettersi e speravo che avrebbe spinto le vendite del nostro distretto. Ho chiamato l'idea 56 per 56. A quel tempo, il finanziamento per le nuove automobili era appena conosciuto. 56 per 56 era come un razzo. Entro un periodo di soli tre mesi, il distretto di Philadelphia passò dall'essere all'ultimo posto nel paese all'essere al primo. A Dearborn, Robert S. McNamara, vice presidente responsabile della divisione di Ford (che sarebbe diventato segretario della difesa nell'amministrazione Kennedy), ha ammirato così tanto il piano che lo rese parte della strategia di marketing nazionale della società"¹¹.

La grande visibilità pubblica di Iacocca, crebbe ancora in occasione del (primo) salvataggio della Chrysler da parte del governo americano, in quel caso la capacità di comunicare ai media fu una necessità; per la prima volta un CEO aveva come azionista un'intera nazione. La necessità del giornalismo di massa di semplificare le storie fece il resto, alla luce dell'americano medio sembrò che un solo uomo avesse cambiato le sorti della Chrysler.

Da Iacocca in poi tutti i CEO hanno avuto più visibilità pubblica e sono diventati dei "personaggi"; ogni epoca ha avuto il suo paladino di questo fenomeno. Dopo Iacocca il caso più eclatante è stato Jack Welch, CEO di General Electric dal 1981 al 2001, periodo nel quale GE è passata da 25 a 130 miliardi di dollari di fatturato vedendo crescere la sua capitalizzazione di borsa da 13 a 400 miliardi di dollari¹².

Mentre Iacocca aveva restituito al governo americano, ed in ultima analisi agli americani, i soldi prestati, Welch li ha fatti diventare più ricchi. Infatti dagli anni settanta il possesso di azioni è diventato comune tra gli americani e un CEO che fa bene, rende possibile soddisfare i sogni dei piccoli azionisti facendoli più ricchi subito e anche facendo aumentare il loro fondo pensione. Iacocca ha passato il concetto, forse semplicistico, che un singolo uomo può cambiare i destini di una grande corporation; concetto che con Welch si è evoluto: quel singolo uomo può renderti più ricco come investitore.

La creazione dei fondi di investimento e dei fondi pensione e la diffusione dell'investimento come attività comune a tutti i cittadini hanno fatto il resto nel rendere gli amministratori un elemento di attenzione per il grande pubblico.

Questo sistema è poi diventato internazionale con l'internazionalizzazione del sistema finanziario americano ed, in parte, inglese.

Questi sistemi finanziari hanno creato delle "idrovoce" che raccolgono il denaro in tutto il mondo e lo reinvestono in tutto il mondo, ma passando dagli Stati Uniti e portando in tutti i mercati finanziari del mondo le stesse regole. Il percorso di evoluzione dei mercati finanziari avviato circa quando Iacocca diventava CEO di Chrysler è oggi evidente a tutti coloro che frequentano le corporation quotate.

¹¹ IACOCCA L., (1984), *Iacocca – an autobiography*, Bantam Books, pag. 41-42.

¹² COLLINGWOOD H., COUTU D.L., (2002), *Jack on Jack: The HBR Interview*, Harvard Business Review, February 2002.

Il sistema delle idrovore illustrato da un conoscitore del sistema finanziario internazionale come Paolo Scaroni¹³ è stato costruito attraverso il meccanismo dei fondi pensione e lo sviluppo delle grandi case di investimento, quali ad esempio Fidelity e BlackRock. Queste, facendo leva sulle economie di scala, si sono sviluppate in tutto il mondo e raccolgono i risparmi attraverso sistemi di distribuzione sofisticati attraverso le principali banche commerciali in ogni paese partendo dagli USA ed arrivando in Europa, nel Middle East, nel Far East e nel Sud America. Naturalmente il processo vale anche per l'Italia, dove le grandi case di investimento raccolgono i risparmi degli italiani vendendo loro fondi attraverso le nostre banche. I risparmi una volta convogliati nei fondi vengono investiti anche nel nostro mercato finanziario. Le regole di corporate governance, di controllo e le best practice che vengono promossi da questi colossi sono quelli nati negli USA.

Naturalmente tra le regole del gioco, tra le più importanti, ci sono quelle sulla scelta, retribuzione, sostituzione e valutazione del CEO. È per questo che questo lavoro si focalizza molto sulla letteratura di natura anglosassone ed americana, perché è da quell'ecosistema che nasce molta della pratica adottata anche nelle aziende a livello mondiale.

È questo processo che ha cambiato le regole con cui i CEO vengono scelti e retribuiti e ha instaurato l'abitudine di cercare i successori all'esterno dell'azienda abbandonando la regola della successione interna¹⁴, che prima del 1980 era la consuetudine. Questo ha anche cambiato il ruolo dei consigli di amministrazione, che con l'aumentare della rilevanza del processo di scelta del nuovo CEO, hanno visto aumentare la loro responsabilità e la loro importanza.

In questo contesto anche l'accademia ha cominciato a supportare la teoria che il cambiamento del CEO ha un effetto sulle performance aziendali, in uno studio del 2000¹⁵ Rakesh Khurana e Nitin Nohria hanno dimostrato che il tipo di avvicendamento (naturale o forzato) dell'attuale CEO e il tipo di cambiamento organizzativo prodotto dal successore (interno od esterno) influenzano fortemente la performance dell'azienda. Khurana e Nohria non sono stati gli unici, ma essendo poi diventati rispettivamente il dean dell'Harvard College e il dean dell'Harvard Business School hanno sicuramente influenzato nell'ultimo decennio la ricerca accademica in questo ambito. Lo studio misura, ad esempio, che un CEO entrato nel ruolo dopo il 1985 ha una probabilità tripla di essere licenziato rispetto ai nominati ante 1985.

L'avvicendamento del CEO, di conseguenza, è sempre più una decisione strategica presa quando si vogliono cambiare le cose, la figura del capo azienda è così diventata simile a quella dell'allenatore delle squadre di calcio. Con almeno una differenza rilevante: le organizzazioni che guidano i capi aziende tendono ad essere

¹³ BERTOLDI B., CORSICO F., (2015) *Manager di Famiglia*, Il Sole 24 Ore

¹⁴ KHURANA R., (2011), *Searching for a Corporate Savior: The Irrational Quest for Charismatic CEOs*, Princeton University Press, Princeton

¹⁵ KHURANA R., NOHRIA N., (2000), *The performance consequences of CEO turnover*, Available at SSRN 219129

più grandi e complesse. In un periodo storico di grande turbolenza, di mercati finanziari instabili, di crisi economica, di forti cambiamenti dal digitale all'emersione dei paesi emergenti, la conseguenza è stata un forte aumento dei ricambi al vertice delle imprese.

Nel contesto descritto è logico che il CEO sia prima diventato un elemento visibile al grande pubblico e che sia stata accettata l'idea che un singolo uomo possa cambiare i destini di una grande azienda; a questo punto è aumentato l'interesse per gli investitori ad avere visibilità sulla scelta e a spingere i consigli di amministrazioni, nominati dagli stessi investitori, ad essere più attenti ed attivi sul processo. Quando in questo contesto sono arrivati la crisi finanziaria ed una serie di rivolgimenti che hanno reso necessario ristrutturare, ripensare strategie, cambiare la cultura di organizzazioni intere, cambiare il CEO è diventato il modo con cui si è reagito.

La somma dei tre elementi non poteva che aumentare la velocità con cui i CEO vengono allontanati o chiamati al capezzale di aziende in difficoltà. Spesso la singola decisione dell'amministratore delegato è stato un segnale evidente del tipo di strategia che un'azionista voleva dare all'azienda; si pensi, ad esempio, alla scelta di Sergio Marchionne alla FIAT nel 2004¹⁶ quando la famiglia Agnelli sotto la guida del giovane John Elkann scelse un CEO che pur essendo italiano di nascita aveva sviluppato la sua carriera esclusivamente all'estero: fu il primo passo dell'internazionalizzazione che ha portato alla creazione dei gruppi Fiat Chrysler Automobiles e CNH Industrial.

¹⁶ DAVIS J.A., BERTOLDI B., QUAGLIA R., (2012) *The Agnellis and Fiat: Family Business Governance in a Crisis* (A), Harvard Business Publishing

2

Durata in carica del CEO

Questo capitolo intende approfondire se vi sia correlazione e un nesso di causa-effetto tra la durata in carica del CEO e l'impatto di questa sulle performance dell'impresa.

Da un punto di vista teorico sembra che con l'aumentare della durata in carica del CEO migliori la performance dell'impresa. Questo è spiegabile grazie alla profonda conoscenza che, la figura apicale dell'impresa, acquisisce all'interno della complessa realtà organizzativa di cui è il rappresentante. Tuttavia, come avviene per molti meccanismi sociali e umani, una lunga permanenza in una carica manageriale tanto importante, potrebbe portare ad una progressiva inattività del CEO, determinandone una avversione al rischio e una accettazione dello status quo dell'organizzazione aziendale, indebolendo di fatto la sua capacità di prendere decisioni.

Sembra quindi che il CEO possa contribuire a far raggiungere buone performance all'impresa ma, pare altrettanto plausibile che, invece, siano le buone performance aziendali che permettono al CEO di rimanere in carica per un periodo di tempo maggiore. Appare quindi difficile trovare un nesso di causalità univoco tra i due fenomeni sopra citati, così come capire se è la durata del mandato che incide sulle performance o sono le performance che incidono sulla durata del mandato.

Obiettivi di apprendimento

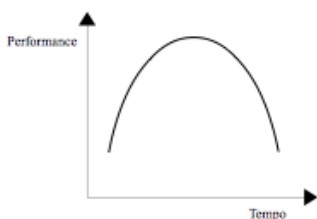
In questo capitolo discuteremo di:

- Durata in carica del CEO
 - Board of Director e ricerca del CEO
 - Analisi empirica
-

2.1 Durata in carica del CEO e ambiente competitivo

La letteratura¹⁷ ha evidenziato come, nel corso del mandato, il CEO non assuma comportamenti lineari e costanti¹⁸ ma, al contrario, il suo rendimento può essere schematizzato, come sostenuto da Hambrick e Fukutomi¹⁹, tramite una funzione con andamento parabolico negativo (in sostanza una U rovesciata) in cui, in una prima fase, il CEO è attento al mercato e assume un comportamento proattivo; dopo un periodo medio di 10 anni, viene meno questo comportamento proattivo ed il CEO tende a non mutare la strategia di governo societario seguendo le condizioni del mercato e rendendo così il cambiamento sempre più difficile. L'andamento della relazione tenure-performance viene schematizzato nella figura seguente.

Figura 2.1 Relazione tenure-performance



Fonte: Elaborazione propria

Il modello della “parabola rovesciata”, definito da Henderson, Miller e Hambrick, non si limita a considerare la relazione che lega la durata in carica del CEO e le performance raggiunte dallo stesso -intese come acquisizione di competenze proprie all'impresa-, ma prende anche in considerazione l'ambiente competitivo in cui essa opera. Naturalmente, non essendo l'oggetto di questa ricerca l'analisi delle forze caratterizzanti l'ambiente esterno dell'impresa si rimanda ai numerosi manuali di strategia d'impresa oggi disponibili.

Il modello di analisi della relazione durata in carica-performance prevede che ogni CEO agisca secondo un proprio “paradigma”, vale a dire un modello comportamentale di riferimento in grado di guidarlo nel processo di decision making.

¹⁷ NELSON R., WINTER S., (1982), *An Evolutionary Theory of Economic Change*, Belknap: Cambridge, MA.

¹⁸ STAW B. M., ROSS J., (1987), *Behavior in escalation situations: antecedents, prototypes, and solutions*, Researching Organizational Behavior, Vol. 9, Staw BM, Cummings LL (eds). JAI Press: Greenwich, CT; 9:39 – 78.

¹⁹ HAMBRICK D. C., FUKUTOMI G., (1991), *The seasons of a CEO's tenure*, Academy of Management Review, 16:719 – 742.

Questo paradigma prevede un certo orientamento, una certa mentalità, affinché si possa comprendere l'evoluzione dell'ambiente esterno all'impresa e, di conseguenza, individuare le azioni su cui concentrarsi per creare un vantaggio competitivo o su come gestire l'organizzazione aziendale²⁰.

Naturalmente gli autori assumono la presenza di un certo grado di elasticità nei paradigmi del CEO, influenzato anche dalla dinamicità dei mercati in cui opera, ma riscontrano che il cambiamento risulta difficile in presenza di una durata in carica elevata e con performance aziendali buone.

In sostanza “fare così perché si è sempre fatto così ed è andata bene” è un atteggiamento che ostacola il cambiamento ed ha fortissime ripercussioni sulla competitività dell'impresa stessa.

Appare dunque evidente che il Board of Director ricopra un ruolo estremamente importante e delicato nello scegliere il CEO più adatto all'impresa. Questo tema merita dunque un approfondimento maggiore che verrà fatto nel capitolo successivo.

2.2 Board of Director e durata del mandato del CEO

Un ruolo fondamentale, nella ricerca del CEO “perfetto”, viene rivestito dal Board of Director, il quale deve ricercare il soggetto che, per doti manageriali, competenze e esperienze lavorative meglio soddisfa le esigenze dell'impresa in quel determinato momento e, possibilmente, tenendo anche conto dei mutamenti futuri²¹ dello scenario competitivo.

Benché la scelta del CEO possa sembrare ardua, il consiglio d'amministrazione conosce le caratteristiche di leadership, attuali e future, richieste al nuovo CEO e, questo, aiuta a ridurre la lista di possibili candidati. Ciò conduce dunque alla scelta di un leader che possiede le caratteristiche necessarie al governo dell'impresa e che sia allineato ai modelli gestionali di riferimento²².

Appare però doveroso ricordare che la durata in carica del nuovo CEO dipenderà sì dalla stabilità dell'ambiente competitivo ma, anche, dalla capacità del Board of Director di anticipare gli eventuali mutamenti dello scenario competitivo dell'impresa e di forzare il CEO ed il top management a reagire in modo proattivo e con successo.

²⁰ MILLER D., DRÖGE C., (1986), *Psychological and traditional determinants of structure*, Administrative Science Quarterly, 31: 539 – 560.

²¹ FINKELSTEIN S., HAMBRICK D. C., (1996), *Strategic Leadership: Top Executives and their Effects on Organizations*, West Publishing: St Paul, MN.

²² FINKELSTEIN S., HAMBRICK D. C., (1996), *Strategic Leadership: Top Executives and their Effects on Organizations*, West Publishing: St Paul, MN.

Hannan e Freeman²³, analizzando la relazione tra durata in carica del CEO e performance dell'impresa, dal punto di vista del CEO, dimostrano come il CEO scelto dall'impresa abbia perfetta conoscenza dei motivi che hanno spinto l'impresa a sceglierlo e dunque cercherà di applicare i suoi modelli di leadership di riferimento.

Quest'applicazione dei nuovi modelli di leadership si scontra però con ciò che gli autori definiscono inerzia organizzativa: vale a dire quella difficoltà nell'accettare il cambiamento imposto dal nuovo amministratore delegato, rendendo così difficile l'allineamento tra il paradigma del nuovo CEO e il nuovo assetto organizzativo²⁴.

Il ragionamento sottostante l'analisi dei modelli di leadership e gestionali del CEO (i cosiddetti paradigmi) permette di enunciare due processi di correlazione della durata del mandato del CEO con le performances dell'impresa.

Il primo viene definito da Henderson come “adaptive process”. Il CEO, le cui competenze sono allineate con i requisiti ricercati dal Board of Director, per operare nell'ambiente competitivo dell'impresa, avrà maggiori possibilità di successo se il suo paradigma di riferimento sarà allineato con il paradigma dell'impresa. La stabilità dell'arena competitiva e del mercato diventano fattori essenziali nel processo di adattamento delle competenze del CEO. Un mercato che si evolve lentamente permetterà al CEO sia di acquisire nuove competenze (within-paradigm learning) che di modificare i suoi modelli di leadership di riferimento²⁵.

L'evoluzione del paradigma del CEO, in un mercato stabile, porterà ad un iniziale incremento nelle performance dell'impresa ma, al variare dell'andamento del mercato e quindi delle strategie poste in essere per la sopravvivenza dell'impresa, non sarà più in grado di adattare il suo *modus operandi* (within-paradigm learning), portando quindi le performance dell'impresa verso il declino.

Ne consegue che all'aumentare della durata in carica, il CEO perde la capacità di effettuare cambiamenti nella strategia di governo dell'impresa perché, da un lato, è cambiato lo scenario competitivo e, dall'altro, la velocità di adattamento del CEO è inferiore alla velocità cui si evolve il mercato.

Il secondo modello proposto dagli autori è il “maladaptive process”. In questo caso il CEO, la cui durata del mandato è elevata, non riesce a discostarsi dal suo modello di governance ad un ritmo sufficientemente elevato rispetto al mutamento dello scenario competitivo dell'impresa, in un mercato caratterizzato da elevata dinamicità²⁶.

²³ HANNAN M. T., FREEMAN J., (1984), *Structural inertia and organizational change*. American Sociological Review, 49: 149 – 164.

²⁴ HAMBRICK D. C., FUKUTOMI G., (1991), *The seasons of a CEO's tenure*, Academy of Management Review, 16: 719–742.

²⁵ ARGOTE L., BECKMAN S. L., EPPLER D., (1990), *The persistence and transfer of learning in industrial settings*, Management Science 36: 140 – 154.

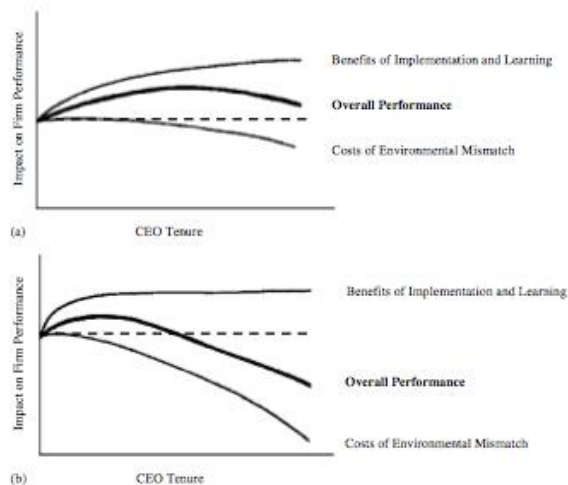
²⁶ STAW B. M., ROSS J., (1987), *Behavior in escalation situations: antecedents, prototypes, and solutions*, Researching Organizational Behavior, Vol. 9, Staw BM, Cummings LL (eds). JAI Press: Greenwich, CT; 9:39 – 78.

La durata in carica del CEO riveste un altro aspetto importante che si manifesta nella scelta dei top manager che concorrono a formare l'esecutivo dell'impresa. Infatti, il CEO cercherà di creare un team di manager simili, o quanto meno con una visione simile alla sua, eliminando così la possibilità di un maggiore dinamismo in seno alla gestione strategica dell'impresa²⁷.

In conclusione, appare evidente, che i “CEO di nuova nomina” sono più attenti all'ambiente competitivo dell'impresa e all'evoluzione del mercato in cui essa opera, mentre, i CEO con una durata in carica più elevata tendono ad assumere un comportamento meno elastico al variare del mercato, riuscendo inoltre a creare un management team con paradigmi simili al proprio, ma riducendo le performance dell'impresa.

Per rendere ancora più chiara la teoria appena esposta, la Figura sottostante ripropone lo schema elaborato da Henderson, Miller e Hambrick in forma schematica.

Figura 2.2 Effetti della durata del mandato sulle performance dell'impresa



Fonte: Henderson, Miller, Hambrick, (2006), How quickly do ceos become obsolete? Industry dynamism, ceo tenure, and company performance

Il primo grafico (a) rappresenta l'impatto sulla performance dell'impresa del disallineamento del paradigma del CEO con il ritmo di sviluppo del mercato, man mano che aumenta la durata del mandato.

²⁷ HAMBRICK D. C., (1995), *Fragmentation and the other problems CEOs have with their top management teams*, California Management Review 37: 110 – 127.

Come si può notare, in un mercato la cui dinamicità è bassa, all'aumentare della durata in carica del CEO corrisponde, in un primo momento, un miglioramento delle performance dell'impresa dovuto all'allineamento del paradigma del CEO²⁸.

La conseguenza è che anche il paradigma radicato nel CEO può evolversi nel tempo portando a buoni risultati nel breve periodo. Tuttavia, man mano che aumenta la sua durata in carica, questi miglioramenti sono sempre più marginali, fino ad arrivare ad una situazione in cui non vi è più margine di miglioramento e, soprattutto, di adattamento al mutevole scenario competitivo dell'impresa.

Il grafico (a), evidenziando l'impatto positivo che il nuovo CEO ha sulla performance dell'impresa in un primo momento, e dimostrando il declino derivante dalla durata del mandato eccessivamente lunga, conferma la validità del modello della "parabola rovesciata" esaminato all'inizio del capitolo.

Il grafico (b), di contro, dimostra come, in presenza di un mercato dinamico, soggetto a continui mutamenti nelle strategie competitive, un CEO che non sia in grado di plasmare e/o di implementare tramite il within-learning il suo modello strategico di riferimento conduca l'impresa verso il declino in modo molto più rapido rispetto al miglioramento delle performance registrate all'inizio del mandato²⁹.

Appare quindi evidente che il Board of Director, chiamato a scegliere un nuovo CEO, debba da un lato cercare un CEO adatto allo scenario competitivo del momento ma, dall'altro lato, deve poter prevedere il mutamento dello scenario competitivo dell'impresa in modo da selezionare il CEO che meglio potrà adattarsi a esso.

Questo perché, come evidenziato dai grafici, il miglioramento delle performance dell'impresa è un processo lento e che richiede l'adattamento dell'intera organizzazione aziendale, al contrario del declino che è rapido e non ammette rigidità nella realtà organizzata che è l'impresa³⁰.

2.3 Analisi empirica: durata in carica del CEO

Prima di passare all'analisi dell'età del CEO e della propensione ad adottare strategie di governo più o meno rischiose, appare necessario svolgere una analisi quantitativa, sul database di imprese di cui si è accennato all'inizio della ricerca, in modo da avere una visione più chiara sulla effettiva durata in carica del CEO e sulla sua evoluzione nel tempo.

²⁸ MARCH J. G., (1991), *Exploration and exploitation in organizational learning*, Organization Science, 2:71–87.

²⁹ TUSHMAN M. L., ROMANELLI E., (1985), *Organizational evolution: a metamorphosis model of convergence and reorientation*, Research in Organizational Behavior, Vol. 7, Cummings LL, Staw BM (eds). JAI Press:Greenwich, CT; 171 – 222.

³⁰ LEVINTHAL D., MARCH J., (1993), *The myopia of learning*, Strategic Management Journal, Winter Special, Issue14: 95–112.

L'analisi, distinguendo tra CEO familiari e non, si prefigge anche l'obiettivo di capire se vi è una differenza nella durata in carica di queste due categorie di CEO, valutandone la correlazione con le performance dell'impresa.

Con questo supplemento di analisi sarà possibile prendere in considerazione una ulteriore variabile: la durata del mandato di un CEO può essere collegata alla stabilità dell'azionista e al rapporto che per natura si viene a creare tra i due? Influisce anche l'appartenenza del CEO alla famiglia azionista di riferimento?

Nella Figura seguente si può notare una netta differenza per quanto riguarda la durata in carica tra i CEO familiari e i CEO esterni: ciò conferma come la provenienza dell'azionista sia una variabile che ha un peso considerevole nella durata del mandato.

La media del mandato dei CEO familiari è nettamente superiore a quello degli amministratori delegati esterni: si registra una media di 18,88 anni per i CEO interni alla famiglia (con Deviazione Standard di 8.02) e di 5,33 anni per quelli esterni (con Deviazione Standard di 3.38). Si può inoltre notare che, la durata minima dei CEO familiari è di 4 anni, mentre quella dei non familiari è di 1 anno.

Il dato che più evidenzia la diversa natura del ruolo di CEO familiare rispetto al CEO esterno risiede nella differenza della durata massima del mandato che è di 40 anni per i CEO familiari e di 13 per quelli esterni, con una differenza di 27 anni tra le due figure prese in considerazione.

Questa differenza sostanziale è stata più volte approfondita in letteratura. La ricerca svolta da Miller³¹ aiuta a capire da dove proviene questa sostanziale diversità³²: infatti, l'autore indica come fattori caratterizzanti dei CEO familiari e non familiari la filosofia della proprietà, la filosofia aziendale e la filosofia sociale.

Per quanto riguarda la filosofia della proprietà, ovvero il sistema di governo, Miller definisce gli amministratori esterni alla famiglia come dei Trader, ovvero dei mercanti/mercenari che sono guidati dalla finanza e sono interessati più che altro ai risultati di breve termine, con l'obiettivo di incrementare i loro profitti nel modo più veloce possibile per poi abbandonare l'impresa e sistemarsi in un'altra azienda.

I CEO familiari sono invece definiti come Amministratori veri e propri. Questo perché essi sono legati al business da un sentimento profondo e lo vedono come qualcosa da custodire ed accudire piuttosto che come una fonte di denaro: per questo sono più pazienti e motivati ad agire nell'interesse durevole dell'impresa.

³¹ MILLER D., LE BRETON-MILLER I., (2005), *Managing For The Long Run: Lessons In Competitive Advantage From Great Family Businesses*, Harvard Business School Press.

³² MILLER D., (1983), The correlates of entrepreneurship in three types of firms, *Management science*, 29(7), 770-791.

Figura 2.3 Durata in carica dei CEO familiari e dei CEO esterni

	<i>CEO Familiare</i>	<i>CEO Esterni</i>
Media	18,88	5,33
D. ST.	8,02	3,38
Minimo	4	1
Massimo	40	13
Mediana	18,88	4,00

Fonte: Elaborazione propria

Per quanto riguarda la filosofia aziendale, ovvero quella filosofia che porta a definire le strategie dell'impresa, si possono distinguere le tattiche finanziarie degli amministratori esterni e le missioni concrete degli amministratori familiari³³.

Questo significa che i familiari non subiscono l'influenza degli investitori esterni, ma mantengono il comando per decenni poiché hanno l'obiettivo di mantenere viva la missione che si sono prefissati nel momento in cui l'impresa è nata, oltre a tentare di creare una buona reputazione, eccellenza e rinnovamento. Invece, gli amministratori esterni si concentrano sul breve periodo, quindi sono interessati solamente ai risultati che devono raggiungere durante il loro mandato che, come hanno confermato i nostri dati, è di solito breve.

Anche dal punto di vista sociale notiamo delle differenze tra i comportamenti degli amministratori delegati. Infatti, quelli familiari hanno una forte visione collettiva, poiché vogliono creare un rapporto vero coi dipendenti in modo che essi si leghino all'impresa e rimangano in essa a lungo (in linea con la durata del mandato dell'amministratore). Mentre quelli esterni, guidati dai loro obiettivi di breve termine, lavorano più che altro per sé stessi, e quindi agiscono egoisticamente più che per l'organizzazione³⁴.

2.3.1 Analisi empirica: durata del mandato e performance dell'impresa

Per capire quali siano gli elementi che condizionano maggiormente durata del mandato si propone un'analisi di correlazione tramite l'utilizzo dell'indice di correlazione di Pearson.

Tale relazione è espressa dalla formula:

³³ BRETON-MILLER L., MILLER D., (2006), *Why Do Some Family Businesses Out-Compete? Governance, Long-Term Orientations, and Sustainable Capability*, Entrepreneurship theory and practice, 30(6), 731-746.

³⁴ HUYBRECHTS J., VOORDECKERS W., LYBAERT N., (2013), *Entrepreneurial Risk Taking of Private Family Firms. The Influence of a Nonfamily CEO and the Moderating Effect of CEO Tenure*, Family Business Review, vol. 26 no. 2 161-179

$$\rho_{XY} = \frac{\sigma_{XY}}{\sigma_X \sigma_Y}$$

La formula indica che «l'indice di correlazione di Pearson è definito come la covarianza divisa per il prodotto delle deviazioni standard delle due variabili». Data tale definizione è da sottolineare che esistono diversi tipi di relazione, in particolare se tale indice (P) è maggiore, uguale o minore di zero, ricordando che esso assume valori compresi tra 1 e -1:

INDICE DI PEARSON	
P>0	Variabili direttamente collegate
P=0	Variabili senza connessione
P<0	Variabili inversamente correlate

In più per la correlazione diretta, esistono delle fasce di valore dove si può stabilire il valore dell'intensità di tale correlazione:

INTENSITA'	
0<P<0,3	Correlazione Debole
0,3<P<0,7	Correlazione Moderata
P>0,7	Correlazione Forte

Le variabili prese in esame sono:

- La retribuzione totale, fissa e variabile.
- Le informazioni personali degli AD: l'età degli amministratori, per verificare se essa può incidere sulle cifre degli stipendi del CEO; e il mandato, che come abbiamo visto, ha durate significativamente differenti tra le due tipologie di CEO.
- Le dimensioni aziendali: si è fatto riferimento ai bilanci aziendali in particolare per quanto riguarda:
 - Il numero dei dipendenti full-time nei vari anni, di cui è stata calcolata una media totale finale.
 - Il volume di vendite totali annue.
- Infine, sono state considerate alcune variabili utili per stabilire l'andamento dell'azienda:
 - Il valore dei debiti totali delle aziende (D), così come del totale del capitale degli azionisti (Equity). Avendo i valori di debito ed equity è stato quindi possibile aggiungere una serie di considerazioni sulla struttura del capitale.
 - L'Utile Netto

- ROE, Return On Equity: indicatore del rendimento del capitale proprio investito in un'attività produttiva, è un indicatore di redditività globale.
- ROA, Return On Asset, è un indice che misura la redditività relativa al capitale investito o all'attività svolta. Infatti esso è stato misurato col rapporto fra utile netto e investimenti totali. Questo dato ci suggerisce come un'azienda fa rendere gli asset, prescindendo dalla forma di finanziamento decisa.

Figura 2.4 Analisi di correlazione dei CEO familiari con le variabili in esame

	CEO FAMILIARI														
	STIPENDI TOTALI	STIPENDI VARIABILI	STIPENDI FISSI	ETA'	MANDATO	DIPENDENZA	D	E	D/E	ROE	ROA	UTILE NETTO	NUMERO DIPENDENTI	TOTALE VENDITE	
STIPENDI TOTALI	1														
STIPENDI VARIABILI	0,936	1													
STIPENDI FISSI	0,525	0,190	1												
ETA'	0,288	0,267	0,154	1											
MANDATO	0,220	0,254	-0,002	0,465	1										
INDIPENDENZA BOARD	0,294	0,359	-0,051	0,162	0,290	1									
D	0,407	0,347	0,295	0,365	0,036	0,074	1								
E	0,370	0,367	0,096	0,162	0,093	0,316	0,539	1							
D/E	0,129	0,026	0,295	0,186	-0,003	-0,089	-0,132	0,125	1						
ROE	0,047	0,002	0,125	0,140	0,084	-0,096	-0,311	0,013	0,894	1					
ROA	-0,155	-0,050	-0,311	-0,071	0,147	0,050	-0,340	-0,106	-0,017	0,417	1				
UTILE NETTO	0,502	0,513	0,160	0,302	0,141	0,268	0,739	0,943	0,032	-0,096	-0,185	1			
NUMERO DIPENDENTI	0,326	0,346	0,071	0,200	0,262	0,118	0,069	0,090	0,032	0,025	-0,049	0,162	1		
TOTALE VENDITE	0,184	0,177	0,063	0,163	0,198	0,014	0,152	0,093	-0,035	-0,082	-0,123	0,168	0,901	1	

Fonte: Elaborazione propria

Come si può notare, sugli stipendi variabili hanno forte influenza performance aziendali ed il livello di indebitamento, il capitale proprio e l'utile netto; questo dato è facilmente presumibile: infatti, in base all'andamento aziendale tanto negativo (come nel caso del livello dei debiti), quanto positivo (come nel caso di elevato capitale proprio o livello di utile) la retribuzione variabile sarà facilmente condizionata. Invece, sono molto vicini allo 0, e quindi non hanno correlazione con gli stipendi variabili, il rapporto D/E, il ROE e il ROA. Il resto delle variabili non presenta una correlazione significativa.

Per quanto riguarda la retribuzione fissa, dall'analisi svolta, non risultano esserci fattori che incidano fortemente su di essa e ciò è sottolineato dal fatto che molti elementi non hanno relazione alcuna con gli stipendi fissi (il mandato, l'indipendenza del Board e le dimensioni dell'impresa). Ma soprattutto c'è una correlazione molto bassa con il ROA: il ritorno del totale degli investimenti e gli stipendi fissi non sono correlati, così come succede con quelli variabili.

Come si può notare sulla formazione degli stipendi totali incidono molto gli stipendi variabili e meno quelli fissi, che mantengono in ogni caso un forte livello di correlazione. Per quanto riguarda le caratteristiche degli amministratori esse non hanno forte incisione, così come l'indipendenza del Board. Per quanto riguarda le dimensioni aziendali ciò che influisce maggiormente su di essi è il numero di dipendenti.

Figura 2.5 Analisi di correlazione dei CEO non familiari con le variabili in esame

	CEO NON FAMILIARI												
	STIPENDI TOTALI	STIPENDI VARIABILI	STIPENDI FISSI	ETA'	MANDATO	PENDENZ D	E	D/E	ROE	ROA	UTILE NETTO	NUMERO DIPEND ENTI	TOTALE VENDITE
STIPENDI TOTALI	1												
STIPENDI VARIABILI	0,999	1											
STIPENDI FISSI	0,890	0,868	1										
ETA'	0,333	0,326	0,360	1									
MANDATO	-0,458	-0,461	-0,378	0,262	1								
INDIPENDENZA BOARD	0,114	0,111	0,126	0,379	-0,047	1							
D	0,577	0,576	0,516	0,322	-0,284	0,048	1						
E	0,294	0,301	0,194	0,307	-0,110	0,338	0,542	1					
D/E	0,106	0,113	0,022	-0,285	0,083	-0,079	-0,175	0,124	1				
ROE	-0,003	0,004	-0,074	-0,394	-0,033	-0,059	-0,315	0,020	0,911	1			
ROA	-0,222	-0,219	-0,223	-0,322	-0,301	0,039	-0,278	-0,095	0,031	0,423	1		
UTILE NETTO	0,450	0,454	0,357	0,329	-0,199	0,283	0,741	0,946	0,023	-0,089	-0,160	1	
NUMERO DIPENDENTI	0,485	0,474	0,540	0,104	-0,197	0,180	0,143	0,169	0,095	0,080	-0,104	0,312	1
TOTALE VENDITE	0,819	0,817	0,744	0,354	-0,381	0,035	0,320	0,186	-0,068	-0,159	-0,253	0,339	0,611

Fonte: Elaborazione propria

Si nota una forte correlazione tra la retribuzione e l'età del CEO, ciò significa che se le imprese cercano un CEO esterno è importante che abbia un'età adeguata al suo ruolo e quindi abbia esperienza. Mentre è assolutamente negativa la correlazione tra stipendi e mandato, questo perché esso non influisce per nulla sulla determinazione degli stipendi dei CEO esterni. Per quanto riguarda le performance aziendali si denota una forte correlazione tra i salari ed il livello di indebitamento. La retribuzione appare fortemente correlata con l'utile netto, rafforzando così la teoria che lega la retribuzione alla performance. Un buon livello di correlazione è anche riscontrabile nel numero di dipendenti, ciò può significare che più è grande l'azienda, più si dà responsabilità all'amministratore esterno e quindi gli verrà aumentato lo stipendio.

In conclusione, non si può dimostrare la superiorità degli stipendi degli amministratori esterni, ma si nota come ci sia maggiore incidenza di fattori legati alle performance aziendali: infatti, si nota una relazione molto positiva tra gli stipendi dei non familiari e l'utile così come con le vendite totali, soprattutto negli stipendi variabili, che come abbiamo già accennato variano molto in base al successo o meno dell'azienda.

È infine stata condotta un'analisi degli stipendi degli amministratori familiari e di quelli non familiari nelle aziende familiari in cui si è riscontrato un passaggio da CEO familiare a non familiari oppure un passaggio da CEO non familiari a familiare.

La prima analisi quantitativa svolta prevede un confronto tra le medie degli stipendi (fissi, variabili e totali) dei CEO familiari e la media degli stipendi (fissi, variabili e totali) dei non familiari. In accordo con la letteratura³⁵ si è ipotizzato che

³⁵ BLOCK J. H., (2011), *How to Pay Nonfamily Managers in Large Family Firms: A Principal-Agent Model*, Family Business Review, vol. 24 no. 1, 9-27.

gli stipendi dei CEO esterni sarebbero stati superiori rispetto a quelli dei CEO familiari, per allineare la loro visione e il loro modus operandi con quello della famiglia proprietaria. Questa ipotesi è stata confermata dalle considerazioni statistiche svolte sulle medie degli stipendi (fissi, variabili e totali) dove è stata riscontrata una netta superiorità degli stipendi dei CEO esterni, soprattutto nel caso della componente variabile del compenso.

Figura 2.6 Differenze retributive tra CEO familiari e CEO esterni

	CEO FAMILIARI		CEO ESTERNI		<i>Differenziale Medie</i>
	<i>Media</i>	<i>Deviazione Std</i>	<i>Media</i>	<i>Deviazione Std</i>	
Stipendio Variabile	\$1.384.660,60	1.916.396,41	\$3.250.389,69	3.710.783,93	-\$1.865.729,09
Stipendio Fisso	\$662.100,83	794.538,00	\$644.689,82	373.185,63	\$17.411,01
Stipendio Totale	\$1.999.674,89	2.209.978,33	\$3.895.080,26	4.039.084,80	-\$1.895.405,37

Fonte: Elaborazione propria

Infatti, si riscontra un differenziale di 1.865.729\$ nel caso degli stipendi variabili e di soli 17.411\$ nel caso dei fissi, sempre a favore dei dirigenti non familiari. Tutto ciò si riflette sui compensi totali dove infatti la differenza della media è di quasi 1.900.000\$. Per capire questa differenza si è condotta un'analisi di correlazione delle variabili, per andare a capire cosa incidesse sui tre stipendi. Si è riscontrato che gli amministratori familiari hanno buone correlazioni tra il livello di stipendi variabili -e di conseguenza totali- con elementi di performance aziendale come il livello di indebitamento (relazione forte perché se esso è alto è facile che diminuiscano gli stipendi), con il livello di capitale proprio (caso contrario al precedente) e con l'utile (un maggior utile è correlato ad un maggior compenso); ma c'è una buona relazione anche con il fatturato e soprattutto con il numero di dipendenti dell'azienda (questa seconda variabile peraltro ha una naturale correlazione con la prima).

Mentre per quanto riguarda gli stipendi dei CEO esterni è interessante osservare come ci sia una forte correlazione con l'età, volta a sottolineare che in essi viene cercata l'esperienza e la comprovata capacità a eseguire una strategia. Anche per i CEO esterni si è rilevata una forte relazione con l'utile netto ma, soprattutto con il fatturato e con il numero di dipendenti. La correlazione con utile, fatturato e numero di dipendenti sottolinea come l'andamento dei compensi sia fortemente legata alla dimensione dell'impresa.

Infine, è da sottolineare che i vari stipendi non sono per nulla correlati con la lunghezza del mandato.

Riepilogo

Breve testo che riassume quanto esposto nel capitolo, sottolineando i concetti fondamentali.
Breve testo che riassume quanto esposto nel capitolo, sottolineando i concetti fondamentali.
Breve testo che riassume quanto esposto nel capitolo, sottolineando i concetti fondamentali.
Breve testo che riassume quanto esposto nel capitolo, sottolineando i concetti fondamentali.
Breve testo che riassume quanto esposto nel capitolo, sottolineando i concetti fondamentali.
Breve testo che riassume quanto esposto nel capitolo, sottolineando i concetti fondamentali.
Breve testo che riassume quanto esposto nel capitolo, sottolineando i concetti fondamentali.
Breve testo che riassume quanto esposto nel capitolo, sottolineando i concetti fondamentali.
Breve testo che riassume quanto esposto nel capitolo, sottolineando i concetti fondamentali.
Breve testo che riassume quanto esposto nel capitolo, sottolineando i concetti fondamentali.
Breve testo che riassume quanto esposto nel capitolo, sottolineando i concetti fondamentali.
Breve testo che riassume quanto esposto nel capitolo, sottolineando i concetti fondamentali.
Breve testo che riassume quanto esposto nel capitolo, sottolineando i concetti fondamentali.
Breve testo che riassume quanto esposto nel capitolo, sottolineando i concetti fondamentali.
Breve testo che riassume quanto esposto nel capitolo, sottolineando i concetti fondamentali.

Riferimenti bibliografici

3

Turnover del CEO

In questo secondo filone di analisi approfondiremo le modalità attraverso le quali ha luogo l'avvicendamento del CEO. Sul tema delle successioni è presente un parere quasi unanime nell'affermare che avvengono principalmente in presenza di performance negative dell'impresa e, che portano con sé un cambiamento non solo del vertice aziendale, ma anche dei membri più vicini a tale figura^{36 37}.

Tuttavia, queste non sono le uniche ragioni alla base del turnover. Infatti, il momento del cambiamento è quello maggiormente delicato per la tenuta e l'evoluzione dell'azienda. Spesso con la scelta che si compie in quel momento si determina il futuro, almeno prossimo, dell'azienda. Nell'approfondire questa seconda fase, saranno descritte le modalità di turnover del CEO e le principali conseguenze che ne derivano.

Il fenomeno della successione al vertice aziendale è stato oggetto di numerose ricerche, incentrate principalmente su come tale avvenimento possa condizionare i risultati economico – finanziari dell'azienda.

Obiettivi di apprendimento

In questo capitolo discuteremo di:

- Turnover del CEO
 - Turnover e performance dell'impresa
 - Successioni forzate e naturali
-

³⁶ WARNER J. B., WATTS R. L., WRUCK K. H., (1988), *Stock prices and top management changes*, Journal of Financial Economics, Volume 20, Pages 461–492.

³⁷ HENDERSON A.D., MILLER D., HAMBRICK D. C., (2006), *How quickly do CEOs become obsolete? Industry dynamism, CEO tenure, and company performance*, Strategic Management Journal, Volume 27, Issue 5, pages 447–460.

3.1 Le teorie sul turnover del CEO.

Emergono due differenti teorie³⁸ riguardanti le aspettative per il nuovo CEO ed il turnover di successo: la "common sense theory", che conferma il miglioramento delle performance aziendali derivanti dalla sostituzione del CEO, e la "vicious theory", che descrive tale fenomeno come distruttivo e dannoso, capace di generare la rottura delle relazioni interne tra CEO e Board of Director e, soprattutto, tra l'impresa e l'ambiente in cui opera.

Tuttavia, la corrente di pensiero più diffusa rimane la "scapegoat theory", secondo cui l'amministratore sostituito non è altro che il capro espiatorio delle prestazioni negative, ed il suo rimpiazzo non può che stimolare il nuovo dirigente nell'impegnarsi maggiormente. Nonostante il livello di turnover sia aumentato nell'ultimo decennio³⁹ è stato evidenziato, da numerosi studiosi, come gli amministratori abbiano la possibilità di ridurre il rischio di perdere la propria posizione creandosi una buona rete di relazioni interne ed esterne all'azienda o, acquisendo partecipazioni azionarie.

Molte ricerche⁴⁰ effettuate hanno dimostrato come il turnover avvenga quasi sempre a causa di scarsi risultati ottenuti e porti, in queste situazioni di crisi, a scegliere un successore proveniente dall'esterno dell'impresa in modo da ottenere un cambiamento di visione e di condotta. Al contrario, in caso di cambiamenti organizzativi non dettati da situazioni di crisi, viene preferito un membro interno all'impresa per poter dare continuità alla strategia posta in essere dal CEO uscente.

Dalla Figura seguente si può notare come, negli ultimi anni, la maggior parte dei turnover siano avvenuti per pianificazione aziendale piuttosto che per takeover ostili o successioni forzate.

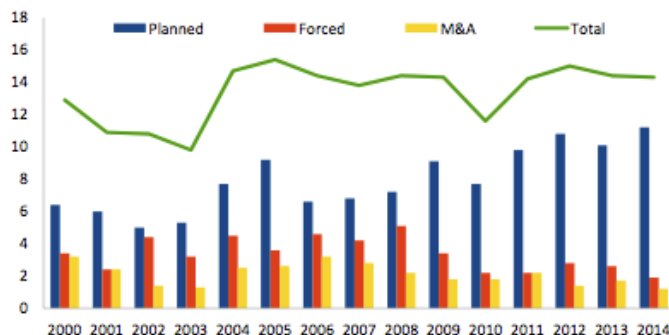
³⁸ ROWE W. G., CANNELLA A. A., RANKIN D., GORMAN D. (2005), *Leader succession and organizational performance: Integrating the common-sense, ritual scapegoating, and vicious-circle succession theories*, The Leadership Quarterly, 16(2), 197-219.

³⁹ GREEN J., HYMOWITZ C., (2013), *U.S. CEO Turnover Reaches Highest Level Since 2008*, Bloomberg News.

⁴⁰ ROWE W. G., CANNELLA A. A., RANKIN D., GORMAN D. (2005), *Leader succession and organizational performance: Integrating the common-sense, ritual scapegoating, and vicious-circle succession theories*, The Leadership Quarterly, 16(2), 197-219.

Figura 3.1 Principali cause di turnover del CEO

Fonte: Boots & Company



Secondo Jenter e Kanaan⁴¹, i CEO vengono valutati spesso in modo non corretto dal Board, il cui giudizio è particolarmente influenzato dall'andamento di aziende simili per dimensione e settore d'appartenenza, così come dall'andamento macroeconomico.

Nella letteratura⁴² è possibile individuare diverse teorie riguardanti l'influenza del top management sulla governance dell'impresa. In particolare, la “strategic leadership” e la “strategic choice perspective”. La prima evidenzia come l'azienda sia un riflesso delle decisioni prese dal vertice aziendale in base a criteri discrezionali e, divide la reale situazione economica da quella percepita dal decision maker. In tale contesto, la successione non influenzerà i risultati fino a quando il nuovo entrante non sarà in grado di imporre la propria prospettiva o il proprio punto di vista.

La “strategic choice perspective”⁴³ evidenzia come l'amministratore abbia la possibilità di modificare l'azienda attraverso una serie di diverse configurazioni strutturali offerte dall'ambiente competitivo. Secondo questa teoria il CEO, attraverso le scelte strategiche e di business, incide direttamente sulle performance di tutta l'impresa.

Una terza teoria, denominata “population ecology perspective”⁴⁴, sostiene che i risultati dell'attività aziendale non possano essere condizionati significativamente

⁴¹ JENTER D., KANAAN F., (2015), *CEO turnover and relative performance evaluation*, The Journal of Finance.

⁴² FINKELSTEIN S., HAMBRICK D. C., (1996), *Strategic leadership: Top executives and their effects on organizations*, South-Western Pub.

⁴³ CHILD J., (1972), *Organizational structure, environment and performance: The role of strategic choice*, Sociology, 6(1), 1-22.

⁴⁴ HANNAN M. T., FREEMAN J., (1977), *The population ecology of organizations*, American journal of sociology, 929-964.

dalle scelte del vertice, in quanto sono presenti vincoli ed inerzie difficilmente eliminabili all'interno e all'esterno dell'organizzazione. Di conseguenza, la sostituzione di una sola persona difficilmente sarà in grado di creare squilibri considerevoli.

Le principali limitazioni nell'agire in modo influente sono delineate, per esempio, dagli investimenti in impianti produttivi o personale specializzato, dalla difficoltà di avere informazioni complete su tutto quello che avviene durante l'attività aziendale, dalle politiche di gestione in essere o dalle procedure radicate nell'organizzazione. Per quanto concerne l'ambiente esterno sono da sottolineare le difficoltà dovute a barriere legali e fiscali di alcuni mercati, così come le strategie non adattabili a tutti i mercati in cui opera un'azienda.

Aune e Riise⁴⁵, nella loro ricerca sulla risposta del mercato dopo il turnover, hanno fatto emergere come l'avvenimento porti ad una reazione immediatamente negativa, ma che cambia completamente nei due anni successivi. Hanno dimostrato come la maggior parte dei nuovi CEO imponga cambiamenti nelle caratteristiche fondamentali dell'azienda, cercando di rendere più solida la situazione economica.

La pianificazione è l'unica alternativa in grado di semplificare il processo di selezione e di preparare adeguatamente la risorsa, la quale impiegherà così meno tempo per comprendere l'organizzazione e la sua situazione economica, riuscendo quindi ad imporre la propria leadership per ottenere un cambiamento di risultati nel più breve tempo possibile⁴⁶. Per implementarla in modo corretto è utile definire alcune componenti necessarie:

- Assicurarsi che il nuovo amministratore posseda il cosiddetto “on-Boarding”, ovvero il processo di acquisizione delle conoscenze, abilità e comportamenti che rendono la persona efficiente ed in grado di condurre l'impresa
- Valutare i candidati sulla base della capacità di essere pronti subito e sull'impegno che sono in grado di mettere in atto;
- Comunicare attivamente con tutti i possibili manager nominabili, in particolare con quelli più promettenti;
- Definire in modo chiaro le necessità dell'azienda attuali e future, sottolineando i risultati attesi dal CEO;
- Sviluppare un insieme di talenti internamente per avere un numero di candidati maggiore in futuro e valutare prima tali manager sulla base del profilo ricercato per il nuovo amministratore delegato.

Per compiere tali attività risulta, infine, rilevante individuare i manager chiamati “blockers”, i quali sono fedeli sostenitori del CEO uscente e cercano in ogni modo di ostacolare il processo di cambiamento⁴⁷.

⁴⁵ AUNE J. C., RIISE P., (2015), *Market reactions to CEO turnovers: empirical study on the market reaction to a CEO turnover*.

⁴⁶ NEFF T.J., (2008), *When should CEOs be fired*, Bloomberg Businessweek.

⁴⁷ MILES S. A., BENNETT N., (2007), *Best practices in succession planning*, teddystart.com

3.2 Corporate governance e turnover del CEO.

Il governo della società si esplicita nelle relazioni che intercorrono tra il Board of director (Cda), il CEO e gli azionisti. Il Cda svolge un ruolo essenziale nel bilanciare gli interessi della proprietà con gli interessi del management, soprattutto in caso di aziende con una netta separazione tra azionisti (proprietari) e manager. Le funzioni esercitate dagli azionisti e dal Board of Director sono riconducibili, principalmente, al conferimento di risorse per le attività dell'azienda, alla formulazione della mission, all'esecuzione di quest'ultima ed, infine, al controllo periodico degli obiettivi precedentemente determinati⁴⁸.

Il Cda è l'organo che ha l'obbligo di tutelare gli interessi degli azionisti e controllare che il management non persegua altri fini. La dirigenza ha il potere ed il dovere di mettere in pratica programmi stabiliti e approvati che portino alla creazione di valore per l'impresa e alla massimizzazione del ritorno del capitale investito dagli azionisti nel tempo. All'interno del Board of Director si distinguono tre categorie di membri denominate “inside”, “gray” e “outside”⁴⁹.

La prima classe definisce gli amministratori dipendenti, con o senza ruolo operativo, familiari di dirigenti con ruolo operativo o stakeholder dell'impresa.

I cosiddetti direttori “gray director” sono quei direttori indipendenti nominati dagli azionisti ma che per il fatto di essere stati indicati e/o suggeriti dal CdA o direttamente dal CEO potrebbero essere soggetti a conflittualità di interessi. Gli “outsider”, invece, sono gli amministratori indipendenti che non intrattengono rapporti patrimoniali o economici con l'impresa e sono liberi da vincoli, passati o presenti, di lavoro subordinato con l'impresa, essi sono in sostanza completamente liberi da ogni attuale o potenziale rapporto di dipendenza con l'impresa e con i suoi esponenti chiave, siano essi il CEO o gli azionisti di maggioranza. È utile ricordare che questa suddivisione risulta utilissima nell'individuazione e nella gestione dei comitati di consiglio di amministrazione ma è, altrettanto opportuno, sottolineare come ogni amministratore, una volta nominato, è responsabile nel perseguire il bene dell'azienda nel suo complesso e non rappresenta in alcun modo chi lo ha nominato o indicato. Tanto che il diritto, in ogni parte del mondo, è chiaro nell'indicare le responsabilità personali degli amministratori come qualcosa di unico e necessario in conseguenza del rapporto tra lo stesso e la società nel cui Board siede.

I modelli di governo societario⁵⁰ principalmente utilizzati si suddividono in “outsider system”, tipicamente anglosassone e che considera il mercato dei capitali lo strumento principale con cui ridurre il conflitto di interesse; e “l'insider system”,

⁴⁸ XIEA B., DAVIDSON III W. N., (2003), *Earnings management and corporate governance: the role of the board and the audit committee*, Journal of Corporate Finance, Volume 9, Issue 3, Pages 295–316.

⁴⁹ RYAN JR. H. E., WIGGINS III R. A., (2004), *Who is in whose pocket? Director compensation, board independence, and barriers to effective monitoring*, Journal of Financial Economic, Volume 73, Issue 3, Pages 497–524.

⁵⁰ WEIME J., PAPE J., (1999), *A Taxonomy of Systems of Corporate Governance*, Corporate Governance: An International Review, Volume 7, Issue 2, pages 152–166.

definito come sistema tedesco – giapponese⁵¹, basato sulla ricerca di un equilibrio tra gli interessi dei diversi azionisti.⁵²

Gli organi sociali vengono configurati generalmente secondo due tipologie di organizzazione:

- “One-tier system”, in cui è presente un unico ruolo di governo, il Board of Director, con il ruolo di monitoraggio e gestione aziendale. La governance è affidata al Board, mentre l'autorità esecutiva principale è il CEO (Chief Executive Officer). Tale sistema predilige la gestione individuale attraverso tale ruolo, nominando però diversi amministratori outsider (il numero varia in base alle dimensioni dell'impresa) con compiti esclusivamente di sorveglianza affiancati a comitati con deleghe ed obiettivi specifici, come quello di nomina, di controllo e finanziario.
- “Two-tier system”, in cui tali attività sono suddivise tra il Management Board, con ruolo di gestione, e il Supervisory Board per la funzione di controllo. Gli amministratori presenti nei Cda giapponesi sono principalmente dipendenti che hanno mantenuto il posto di lavoro all'interno dell'azienda per lungo tempo, facendo carriera e terminandola nel consiglio portando così ad avere Board composti quasi esclusivamente da insider con una conoscenza profonda dell'azienda. Il sistema tedesco, o anche detto capitalistico renano, è anch'esso caratterizzato dalla presenza di un consiglio di gestione, che amministra l'impresa, e di un consiglio di sorveglianza, il quale rappresenta gli interessi di tutti gli stakeholder. I dipendenti hanno il controllo sulla metà dei seggi all'interno del consiglio di sorveglianza, così da avere un ruolo centrale nel verificare il corretto operato del management⁵³.

3.3 CEO esterno VS. CEO interno.

Un aspetto di particolare rilevanza e determinante nella scelta della successione, risiede nella possibilità di promuovere come nuovo leader una risorsa internamente formata o rivolgersi al mercato del lavoro. Le due opzioni devono essere analizzate per comprendere in quali situazioni è preferibile incaricare una guida con grande

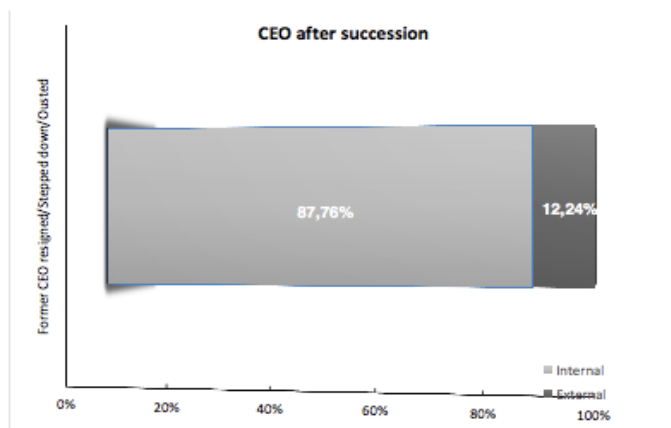
⁵¹ JUNGSMANN C., (2007), *The Effectiveness of Corporate Governance in One-Tier and Two-Tier Board Systems – Evidence from the UK and Germany* –, European Company and Financial Law Review. Volume 3, Issue 4, Pages 426–474.

⁵² ROSE C., (2005), *The Composition of Semi-Two-Tier Corporate Boards and Firm Performance*, Corporate Governance: An International Review, Vol. 13, No. 5, pp. 691-701.

⁵³ CHO S., RUI O. M., (2009), *Exploring the Effects of China's Two-tier Board System and Ownership Structure on Firm Performance and Earnings Informativeness*, Asia-Pacific Journal of Accounting & Economics, Volume 16, Issue 1, pages 95-117.

conoscenza dell'azienda e con anni di esperienza al suo interno ad un professionista con esperienze manageriali esterne. Concettualmente quest'ultima possibilità indica la precisa volontà di interrompere quello che è stato fatto in passato, cercando un cambio radicale nella leadership, mentre, nel primo caso, il risultato è presumibile che sia orientato ad una ricerca di continuità dell'operato precedente.

Figura 3.2 CEO esterno VS. CEO interno



Fonte: Spencer Stuart, Standard&Poors

Come detto in precedenza, il campione formato da 163 aziende presenti nello Standard and Poor's 500, fa emergere che, negli ultimi quattro anni, i turnover non considerati come ritiri volontari siano caratterizzati da un'altissima presenza di amministratori già presenti all'interno dell'impresa, confermando il fatto che i cosiddetti outsiders vengano presi in considerazione soltanto in particolari situazioni. Tale fenomeno si basa principalmente sul postulato che indica, nel CEO interno, una maggior abilità del manager dovuta all'esperienza, alla capacità di intrattenere relazioni specifiche legate all'organizzazione di cui sarà leader. L'outsider, invece, inizierà il suo mandato con un "handicap" legato alle mancate conoscenze delle specificità dell'impresa. Una seconda motivazione è legata alle politiche di incentivazione del management team, poiché se la selezione dei nuovi amministratori delegati avviene internamente, allora i manager saranno stimolati maggiormente a lavorare per ottenere la leadership, portando grandi benefici all'azienda nel suo complesso. Queste due spiegazioni variano molto in base alle caratteristiche dell'impresa ed è possibile trovare scenari differenti, in base alla complessità organizzativa ed alla presenza di peculiarità nell'attività. Nel primo caso è ipotizzabile come la presenza di un gran numero di unità operative con un responsabile, faciliti la selezione di una persona internamente formata a causa del maggior numero di candidature possibili. Nel secondo caso, le caratteristiche del settore e, in particolare, delle attività aziendali, condizionano la scelta del nuovo CEO facilitando i candidati insider, poiché possiedono abilità e competenze esclusive difficilmente disponibili all'esterno. L'incentivo per le risorse interne ad impegnarsi maggiormente per ottenere la candidatura, mostra un andamento decrescente in caso di aumento dei

candidati esterni, per questo motivo la selezione sarà efficace soltanto se gli outsider verranno in qualche modo sfavoriti. Tale processo risulta particolarmente delicato per gli equilibri interni dell'organizzazione, poiché potrebbe portare al sabotaggio del nuovo amministratore e/o a resistenze interne al cambiamento di leadership in grado di danneggiare le performance.

Alcune differenze risiedono nell'origine del nuovo manager, infatti spesso questa figura viene selezionata in base alla vicinanza del settore in cui ha operato e, nel caso di aziende in cui è presente un'organizzazione non funzionale, ma di business, viene preso maggiormente in considerazione il professionista insider.

Un'altra situazione favorevole ai membri interni si presenta nel momento in cui la quota maggioritaria della società venga posseduta internamente; per questa ragione si creano forti legami con il management già presente, incrementandone la probabilità di promozione.

Nel momento in cui, ad essere sostituito come CEO, ci sia un fondatore è interessante notare come la tendenza sia quella di nominare il manager esterno più competente e disponibile sul mercato⁵⁴. Questo porta a considerare le aziende in cui sono presenti i fondatori maggiormente inclini ad effettuare la ricerca dei candidati nel mercato esterno del lavoro penalizzando così gli insider.

Stesso risultato si presenta nel caso in cui siano presenti molte aziende omogenee nel settore in cui opera l'azienda; in tale scenario la disponibilità di manager con le competenze richieste porta ad una minore considerazione delle promozioni interne⁵⁵. La selezione di membri interni è vista come la modalità più indicata per sostituire una leadership senza causare conseguenze negative, come resistenze organizzative o cambi drastici nella direzione.

Per minimizzare i rischi dell'operazione, spesso, al successore viene affidata una carica manageriale vicina all'amministratore uscente, come il Chief Operating Officer, in modo da prepararlo adeguatamente ed evitando variazioni significative. La principale ragione per cui il candidato non viene immediatamente nominato non riguarda la conoscenza, le abilità e il background culturale della persona poiché, il profilo ricercato per questa posizione soddisfa sempre i requisiti tecnici mentre risultano centrali per la scelta le capacità relative alla creazione di relazioni e coalizioni all'interno dell'organizzazione ottenendo un consenso univoco da parte dei dipendenti.

Il ricorso al "mercato dei CEO" scaturisce, spesso, da situazioni aziendali di crisi dovute a performance deludenti o stagnanti, ed è visto come il metodo più efficace per conseguire modifiche radicali e nuove iniziative in grado di rivitalizzare l'impresa. Gli outsider nominati hanno, solitamente, un mandato finalizzato a modificare la mission, gli obiettivi e la strategia perseguiti dall'azienda, impattando fortemente sulle prestazioni. Tali attività generano un turbamento degli equilibri preesistenti, il quale porta a risultati migliori solo se l'organizzazione non si contrappone

⁵⁴ BURKART M., PANUNZI F., SHLEIFER A., (2002), *Family firms* (No. w8776), National Bureau of Economic Research.

⁵⁵ AGRAWAL A., KNOEBER C.R., TSOULOUHAS T., (2003), *Are outsider handicapped in CEO successions?*, Mimeo, University of Alabama.

al cambiamento. Quest'ultimo aspetto risulta particolarmente connesso al top management team, perché con tale scelta, risulta chiaro come le strategie implementate in precedenza risultano non soddisfacenti. Per mettere in atto il processo esterno di transizione è verosimile individuare due tipologie:

- **Turnover forzato:** come indicato in precedenza, si tratta di una sostituzione improvvisa, la quale provoca un chiaro shock, una rottura con il passato ed un forte segnale di cambiamento spesso associato alla nomina di un membro esterno;
- **Selezione di eredi apparenti:** scelta indicata per ridurre l'ampiezza dello shock provocato e, scegliendo un successore prima della transizione, l'incertezza per il futuro. In questo caso il Cda sembra rimanere in una posizione di controllo assoluto, in grado di tranquillizzare gli azionisti dando un segnale di stabilità.

La seconda tipologia, utilizzabile sia per membri esterni che per quelli interni, rende la transizione graduale e meno invasiva, riducendo l'ostilità dell'organizzazione nell'accettare il cambiamento e permettendo una gestione più consapevole del nuovo top manager.

La persona designata ha la possibilità di assumere maggior potere, una migliore conoscenza delle procedure interne e di assimilare competenze specifiche dell'impresa. Per questi motivi, i risultati negativi vengono ridotti notevolmente, innalzando, di conseguenza, le performance e riducendone l'instabilità. Un'ulteriore beneficio, ottenuto dal Board, risiede nella possibilità di acquisire informazioni accurate sulle effettive capacità, competenze, forze e stile di direzione di un candidato esterno, mentre in caso di successione forzata la valutazione risulta maggiormente superficiale ed incerta.

L'eventuale livello inferiore di abilità riscontrato nel periodo di transizione offre l'opportunità di poter selezionare una diversa risorsa, sostituendo il manager designato. Di contro, spesso, gli amministratori uscenti utilizzano il proprio potere per minare la credibilità del successore designato innescando un processo di opposizione da parte dei dipendenti.

Numerose ricerche⁵⁶ hanno delineato una situazione in cui la successione esterna è stata spesso impiegata in caso di scarse performance ed in maniera forzata. Questo porta a confermare il fatto che in caso di crisi aziendale sia necessario dare un forte segnale e selezionare un amministratore che abbia il potere per invertire questa tendenza. Per quanto riguarda l'utilizzo di un periodo prolungato di transizione, designando il futuro CEO pubblicamente, emerge un peggioramento dei risultati nel caso di selezione esterna, contrariamente a quanto avviene promuovendo un manager già presente nell'organizzazione⁵⁷.

⁵⁶ HELFAT C. E., BAILEY E. E., (2005), *External succession and disruptive change: heirs-apparent, forced turnover and firm performance*, Strategic Organization, 3(1), 47-83.

⁵⁷ BALLINGER G. A., MARCEL J. J. (2010), *The use of an interim CEO during succession episodes and firm performance*, Strategic Management Journal, 31(3), 262-283.

Jalal e Prezas⁵⁸ hanno concentrato l'attenzione sulle caratteristiche delle sostituzioni forzate ed in particolare sulla differenza tra CEO scelti all'interno del settore produttivo dell'azienda e CEO che provengono da un settore diverso.

Ne è emerso che maggiore è la dimensione dell'organizzazione quindi con consigli di amministrazione più numerosi allora maggiore sarà la probabilità che il top manager venga sostituito con un CEO esterno al settore industriale di appartenenza.

Al contrario, le società con Board di dimensioni inferiori saranno più orientate a scegliere manager con esperienza nello stesso settore merceologico. Gli autori indicano inoltre, come la reazione del mercato, nel caso di nomina di leader esterni al settore di appartenenza dell'impresa, sia immediatamente negativa con un calo del prezzo azionario ma soggetta a miglioramenti nel lungo periodo.

La spiegazione più razionale risulta essere legata all'inefficienza del mercato azionario, il quale non riflette i valori fondamentali della società ma condiziona gli investitori sulla base di valutazioni che non si basano sulle effettive decisioni strategiche ma su un orizzonte temporale di breve termine.

Karaevli⁵⁹ sottolinea come le aziende maggiormente predisposte a selezionare candidati sulla base di esperienze esterne alla società o, addirittura, al settore di appartenenza abbiano una maggiore probabilità di ottenere migliori risultati e sostiene, inoltre, come i cambiamenti strategici apportati dal nuovo leader non sempre siano completamente differenti a quelli adottati dal predecessore.

Il contesto organizzativo in cui avviene la sostituzione porta a far emergere tre elementi influenzanti la scelta di un dirigente:

- Lo stadio nel ciclo di vita dell'impresa: le cosiddette start-up e le realtà imprenditoriali nelle prime fasi di sviluppo necessitano di una continuità di strategia e vision, motivo per cui è fondamentale mantenere una continuità nella leadership. Nel caso opposto, caratterizzato da aziende mature, presenti da diversi anni e in situazioni economiche decadenti, è opportuno prendere in considerazione un cambio di gestione in grado di fornire nuovi stimoli all'attività;
- I fattori ambientali rendono complesso il processo di valutazione dell'operato dei top manager, portando a premiare, o punire, risultati non legati strettamente all'attività. Questo rende meno chiaro il momento in cui è necessario modificare la guida aziendale assumendone una nuova.
- Le situazioni di turnaround portano un radicale cambiamento in tutta l'organizzazione. In questo caso è fondamentale acquisire credibilità nei confronti di azionisti e stakeholder, con la conseguente sostituzione dei dirigenti non in grado di creare nuove prospettive ed incentivi all'azienda. Il CEO risulta centrale nell'apportare tali modifiche strutturali e strategiche

⁵⁸ JALAL A. M., PREZAS A. P., (2012), *Outsider CEO succession and firm performance*, Journal of Economics and Business, 64(6), 399-426.

⁵⁹ KARAEVLI A., (2007), *Performance consequences of new CEO 'Outsiderness': Moderating effects of pre- and post- succession contexts*, Strategic Management Journal, 28(7), 681-706.

e, molto spesso, tale figure viene scelta tra candidati esterni esattamente per questa motivazione.

I vantaggi emersi dalla nomina esterna possono essere giustificati dal fatto che i CEO esterni non sono ancora condizionati dal contesto organizzativo o dalla ricerca del mantenimento dello status quo.

È importante però sottolineare che la capacità di implementare le modifiche alla gestione dell'impresa deriva anche dalla completa assenza di influenze e legami sia con i dirigenti in carica, spesso fonte di inerzia nei confronti di proposte di cambiamento radicale, che con la direzione strategica, la quale, porta i top manager a non tornare indietro in caso di segnali negativi in quanto sintomo di un fallimento della strategia posta in essere.

I maggiori rischi, invece, sono strettamente legati alla più frequente causa di sostituzione ovvero il declino nei risultati. In tale contesto, la persona incaricata, opererà sotto la pressione del Board, tentando di attuare cambiamenti vincenti nell'organizzazione, ma in un lasso temporale così breve da incorrere in strategie non adeguatamente strutturate, in nuove scelte organizzative non ancora formulate in modo chiaro e in cambiamenti strutturali non appropriati generati dalla mancanza di conoscenza della società.

Dal punto di vista del Board, invece, è più probabile cadere nella "trappola" della selezione avversa⁶⁰, ovvero della situazione in cui il candidato non fornisce tutte le informazioni, o ne diffonde alcune false, sul proprio background portando la società a nominarlo come CEO, pur non avendo le caratteristiche appropriate. Questo fenomeno diventa ancora più rischioso nel caso di selezione al di fuori del settore in cui opera l'azienda poiché la mancanza di informazioni approfondite porterebbe il Cda a non poter valutare in modo adeguato le competenze del nuovo CEO.

Un altro fattore, che influenza negativamente la ricerca del CEO più adeguato, risulta essere l'inerzia organizzativa provocata dal management team legato al precedente CEO; in questo caso l'unica alternativa è quella di assecondare la volontà del nuovo leader e permettere di sostituire altri membri del management inserendo membri a lui legati⁶¹.

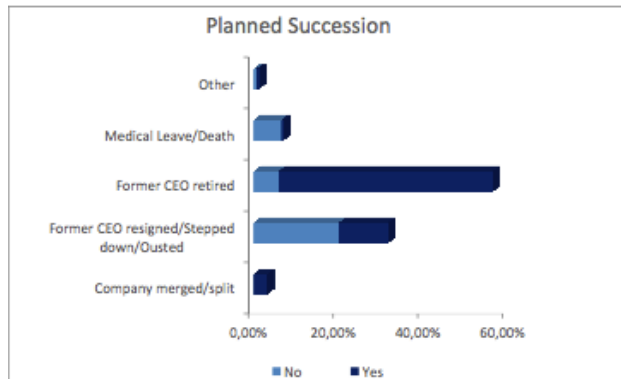
I limiti emersi dalla scelta di amministratori outsider hanno indirizzato numerose aziende a concentrarsi maggiormente sui manager cresciuti all'interno della società promuovendoli come leader. Tale tendenza risulta essere in aumento negli ultimi anni ed è seguita da una maggiore attenzione alla pianificazione delle successioni.

⁶⁰ ZAJAC E. J., (1998), *CEO selection, succession, compensation and firm performance: A theoretical integration and empirical analysis*, *Strategische Management theorie*, 11, 96.

⁶¹ KARAEVLI A., (2007), *Performance consequences of new CEO 'Outsiderness': Moderating effects of pre- and post- succession contexts*, *Strategic Management Journal*, 28(7), 681-706.

Nel grafico seguente è, infatti, possibile osservare come all'interno dello Standard & Poors 500, tra il 2010 e il 2014, sia confermata la maggior presenza di pianificazione in caso di turnover volontario dell'amministratore, mentre continua ad essere predominante la scelta non programmata in caso di sostituzioni forzate.

Figura 3.3 Succession plan e turnover del CEO



Fonte: Spencer Stuart, Standard&Poors

Negli ultimi anni è evidente come tale fenomeno abbia sensibilizzato le grandi società quotate ed abbia portato ad incrementare l'impegno nel selezionare manager con grande esperienza all'interno dell'organizzazione o del settore di attività dell'impresa. Tra gli esempi più importanti si possono citare IBM, General Electric o Microsoft, dove Steve Ballmer è stato selezionato per subentrare a Bill Gates.

Tale tendenza ha avuto un impatto così profondo da interessare persino la SEC (Security and Exchange Commission) che ha introdotto la possibilità, per tutti gli azionisti, di intervenire e proporre modifiche riguardanti la pianificazione futura degli amministratori delegati in quanto elemento fortemente influenzante la governance dell'impresa.

Per comprendere come questo meccanismo riesca a far emergere il candidato migliore e, contemporaneamente, incentivare tutti i manager è necessario esplicitare alcuni modelli fondamentali. Il primo modello viene definito *Tournament Theory*⁶², secondo cui la nomina a CEO deve essere proposta dall'azienda come premio per la migliore performance di un candidato.

Gli incentivi per cercare di "vincere il torneo" devono essere incrementati facendo risaltare l'esclusività del premio, in questo modo verrà promossa la risorsa che eccelle maggiormente e, contemporaneamente, aumenterà l'impegno di tutti i

⁶² LAZEAR E. P., ROSEN S., (1979), *Rank-order tournaments as optimum labor contracts*.

candidati portando a risultati aziendali crescenti. Attraverso questa logica risulta semplice comprendere come la funzione incentivante della retribuzione del CEO⁶³.

Inoltre, le performance sono spesso difficili da valutare oggettivamente mentre, classificare i dipendenti per gradi o classi, semplifica il processo e rende facilmente identificabili le risorse migliori.

Questo metodo porta l'azienda a creare una competizione tra diversi dirigenti interni, sfruttando la duplice funzione dell'incentivo.

Il secondo modello, utilizzato nelle successioni interne è il Successor-incentive Model ed è caratterizzato dalla selezione di una risorsa, considerata adeguatamente preparata e competente, in un periodo antecedente al ritiro o licenziamento del CEO.

In questo modo il dirigente prescelto viene promosso ad una carica di responsabilità, per esempio come COO (Chief Operating Officer), prima di essere nominato amministratore delegato (come precedentemente illustrato). Il passaggio intermedio permette alla risorsa di prepararsi al ruolo di CEO, di creare relazioni e coalizioni necessarie per la guida della società e consente al Cda di osservare le effettive capacità manageriali del futuro leader permettendo, inoltre, un possibile ripensamento in caso di non idoneità del candidato⁶⁴.

Risulta però difficile indicare il metodo migliore poiché, in base al contesto organizzativo e all'ambiente in cui opera l'azienda, la scelta può subire variazioni. In caso di realtà produttive particolarmente complesse, in cui è necessaria una ampia conoscenza del mercato è importante che il CEO passi più tempo in una fase di transizione, precedente alla nomina, per apprenderne i meccanismi di funzionamento.

Diversa è la situazione in cui l'attività è legata in misura minore a conoscenze specifiche o il settore industriale in cui opera l'azienda risulta essere stabile. In tale situazione, le aziende risultano maggiormente trasparenti nella apertura verso il mercato quindi, essendo semplice comprendere quali competenze e capacità siano indispensabili, è comprensibilmente più utile implementare un sistema di tournament incentive per far emergere il manager più meritevole.

La medesima conclusione emerge in presenza di settori composti da imprese simili, in cui il Successor-incentive Model non viene considerato utile a causa del maggior numero di amministratori competenti esterni all'azienda, motivo per cui è preferibile l'utilizzo di una competizione tra manager.

Diversa è la situazione in cui il settore viene composto da un numero scarso di imprese poiché la disponibilità di risorse preparate risulta inferiore ed è, quindi, preferibile istruire un dirigente interno con una struttura orientata al modello successor-incentive.

⁶³ MURPHY K. J., (1999), *Executive compensation*, Handbook of labor economics, 3, 2485-2563.

⁶⁴ MOBBS S., RAHEJA C. G., (2010), *Internal Managerial Promotions: Insider Incentives and Firm Valuation*, Wake Forest University Working Paper.

Importante notare come tale struttura sia limitatamente utilizzata in caso di promozione di giovani manager, mentre risulta diffusa quando l'esperienza è superiore, evidenziandone il fattore incentivante in caso di lunga permanenza nella stessa organizzazione.

Per quanto riguarda il legame tra la scelta di un turnover e l'andamento delle performance, considerando sempre l'ipotesi dal punto di vista del "mercato dei CEO", si delineano due scenari possibili: nel primo caso, la scelta di un nuovo amministratore viene condizionata (se fatta in ottica di successor-incentive) dal periodo di apprendimento delle capacità e competenze specifiche dell'impresa; in questa situazione il Board rimanda l'inizio della procedura di sostituzione ed evidenzia come non sia presente una forte influenza delle performance sulla scelta fatta.

Il secondo scenario si verifica nel caso in cui il Board sia molto sensibile alle variazioni negative dei risultati; questo porta il Board a decidere di non sfruttare gli incentivi di una competizione tra diversi manager poiché implicherebbe un periodo prolungato di selezione caratterizzato da un aumento dei costi di selezione del CEO.

Questi scenari, relativi da un lato al capitale umano e dall'altro al mercato, sembrerebbero essere in contrasto tra di loro se si cerca di determinare il livello di influenza delle performance sulla scelta di effettuare il turnover, dimostrando come in alcune aziende sia maggiore la propensione a sostituire il CEO con un manager che abbia appreso le capacità richieste e non nel momento esatto in cui si presentano performance non adeguate.

Agrawal⁶⁵ e Becker⁶⁶ ritengono che l'utilizzo della competizione tra diversi candidati porti quasi sempre a nominare un membro interno all'azienda, in modo da stimolare l'effetto incentivante della retribuzione. Inoltre, il tournament-incentive model risulta essere il meno costoso in quanto da un lato elimina i costi derivanti dalla selezione di un nuovo candidato, esterno all'impresa, soggetto al periodo di adattamento alla nuova realtà organizzata e, dall'altro, permette di evitare ciò che Jalal e Prezas indicano come conseguenza della nomina di un CEO outsider: il crollo del prezzo azionario.

La *power circulation theory of control*⁶⁷ evidenzia come il potere dell'amministratore delegato sia sempre circondato dal rischio di contestazioni o sfide da parte degli altri dirigenti, i quali, risultano tipicamente ambiziosi e caratterizzati da una forte necessità di potere e controllo.

La teoria esamina quindi i motivi, diversi dal mero mantenimento della strategia, che portano alla sostituzione di un CEO con un insider.

⁶⁵ AGRAWAL A., KNOEBER C.R., TSLOULOUHAS T., (2003), *Are outsiders handicapped in CEO successions?*, Mimeo, University of Alabama.

⁶⁶ BECKER B., HUSELID M., (1992), *The Incentive Effects of Tournament Compensation Systems*, Administrative Science Quarterly, 37, pp. 336-350.

⁶⁷ SHEN W., CANNELLA A. A., (2002), *Revisiting the performance consequences of CEO succession: The impacts of successor type, postsuccession senior executive turnover, and departing CEO tenure*, Academy of Management Journal, 45(4), 717-733.

Una prima spiegazione deriva dalla cosiddetta “lotta per il potere” all’interno del management team. Ciò causa la sostituzione del CEO con la persona che possiede più potere all’interno dell’organizzazione e che riceve il supporto e l’approvazione dei membri del Board. In questo caso il turnover è spinto dalla contestazione nei confronti del CEO uscente, il nuovo leader viene definito *contender*.

In caso di dimissioni volontarie⁶⁸, il successore scelto all’interno dell’azienda, riceve il mandato con la finalità di mantenere stabile quanto compiuto dal predecessore, cercando di dare continuità alla strategia di governo.

In questa situazione, l’insider è definito follower, ovvero obbligato a non apportare cambiamenti radicali in un’organizzazione che ottiene risultati considerati adeguati.

L’impatto sulle performance per le due categorie varia a causa dei differenti obiettivi ricercati: nel caso del follower la presenza di relazioni precedenti con il Board e con i membri del management team, unito al fatto che la selezione avversa in questo caso è praticamente nulla per l’origine interna del candidato, portano a diminuire l’impatto sui risultati aziendali. Nel caso del contender la performance è influenzata dalla scelta di cambiare il leader per implementare cambiamenti necessari per migliorare le performances dell’impresa. Questo nasce da una vera e propria competizione con il predecessore che porta il nuovo CEO ad emergere dopo aver convinto tutti i membri del Board of Director ed aver ottenuto il loro supporto.

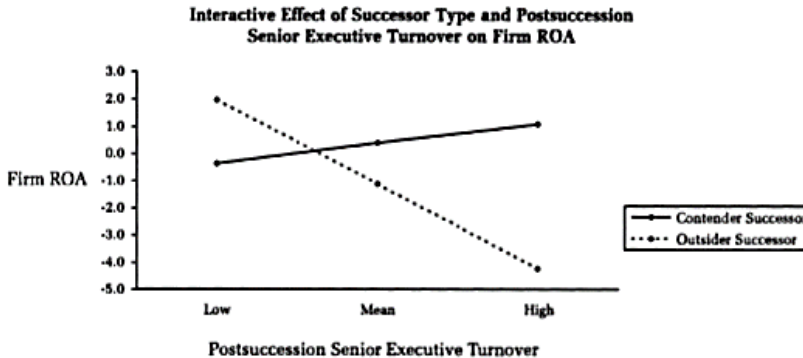
Solitamente, quest’ultimo processo porta ad un cambiamento degli altri manager all’interno del Board poiché legati al CEO uscente e, in possibile contrasto con le strategie poste in essere dal nuovo CEO.

In base a questi concetti, Shen e Cannella, hanno riscontrato esiti differenti provocati dal turnover ed influenzati dalla tipologia con cui avviene, dall’esclusione di manager legati all’amministratore licenziato o ritirato e dalla frequenza del fenomeno all’interno dell’azienda. I risultati mostrano una profonda differenza tra i follower e i contender nel ristrutturare il management team evidenziando la tendenza della seconda categoria a modificarne maggiormente la composizione e l’influenza positiva di tale decisione sull’andamento del ROA.

⁶⁸ BRADY G. F., HELMICH D. L., (1984), *Executive succession*, Englewood Cliffs, NJ.

Figura 3.4 Turnover de CEO e ROA

Fonte: Academy of Management Journal



Questa ricerca evidenzia come la frequenza del turnover e la tenure del CEO uscente possano risultare fondamentali nel determinare performance positive o negative per l'impresa. In base alla durata della carica si possono, infatti presentare due scenari:

- Presenza di inerzie: l'amministratore è rimasto in carica per lungo tempo e ha creato un'organizzazione difficile da modificare nel breve periodo portando alcuni dirigenti ad opporsi ai cambiamenti;
- Tenure eccessivamente breve: in questo caso l'impresa non è in grado di riorganizzarsi dalla precedente successione a causa del periodo esiguo del mandato del CEO uscente.

In entrambe le situazioni è possibile osservare un cambiamento nelle dinamiche gestionali che, non scompare al termine del processo di nomina ma, persiste nei primi periodi di carica del nuovo amministratore⁶⁹.

In conclusione, i vantaggi della selezione interna possono essere riassunti in tre fattori principali:

- È uno stimolo per i manager già presenti in azienda nel rimanere all'interno dell'organizzazione il più a lungo possibile per incrementare la probabilità di ottenere la nomina;
- Incentiva nell'investire in capacità, conoscenze e competenze specifiche dell'impresa per poter essere preparati adeguatamente in caso di successione forzata o naturale;
- È un elemento che favorisce l'impegno nel massimizzare il valore dell'impresa

⁶⁹ SHEN W., CANNELLA A. A., (2002), *Revisiting the performance consequences of CEO succession: The impacts of successor type, postsuccession senior executive turnover, and departing CEO tenure*, Academy of Management Journal, 45(4), 717-733.

I problemi che possono sorgere con tale scelta, al contrario, sono riconducibili alla maggiore difficoltà nel promuovere nuove iniziative, cambiamenti radicali e strategie opposte a quelle adottate dal CEO precedente, in particolare se la sostituzione non avviene per motivi di contestazione ma per ritiro volontario del top manager.

3.4 Turnover e performance dell'impresa.

Khurana⁷⁰, nel delineare gli effetti del turnover del CEO sulle performance dell'impresa, asserisce che queste possono peggiorare, migliorare o restare sostanzialmente invariate.

Appare però evidente che il cambiamento del vertice dell'impresa sia un evento delicato per l'intera organizzazione aziendale che, generalmente, cerca con la sostituzione del CEO uscente un nuovo CEO le cui capacità, attitudini o competenze, si prestino ad affrontare in modo migliore le contingenze organizzative dell'impresa⁷¹.

Un altro aspetto fondamentale del turnover riguarda l'avvicendamento di un CEO esterno a un CEO familiare. Secondo Boeker⁷² la selezione di un CEO esterno viene guidata dalla ricerca di competenze che il CEO interno non può avere, soprattutto se membro della famiglia, e che quindi porta con sé una visione dell'impresa troppo radicata nel passato. Il CEO esterno, seppur causando una discontinuità nella gestione dell'impresa, ha la possibilità, derivante dal suo stato di indipendenza rispetto alla famiglia proprietaria, di ristabilire l'equilibrio delle interrelazioni tra i membri del Board⁷³.

Gephart⁷⁴, esplicitando la forte relazione che collega il turnover del CEO e le performance dell'impresa, accentua il carattere dirompente nell'organizzazione aziendale dandone la seguente definizione: "Succession in organizations may be defined as the process whereby the particular incumbent of such a position changes. Succession therefore involves changes in the status of two or more persons, the predecessor and the successor." Questa definizione sembra dunque evidenziare come non sia il mero fatto del turnover del CEO in sé ad avere delle conseguenze dirette sulle performance dell'impresa, bensì i cambiamenti delle strategie poste in essere dal CEO ad avere un impatto sulle performance dell'impresa. Questo sembra dunque essere in accordo con la teoria del paradigma del CEO analizzata nei capitoli

⁷⁰ KHURANA R., NOHRIA N., (2000), *The performance consequences of CEO turnover*, Available at SSRN 219129.

⁷¹ PFEFFER J., SALANCIK G., (1978), *The external control of organizations*, New York: Harper & Row.

⁷² BOEKER W., (1997), *Executive migration and strategic change: The effect of top manager movement on product-market entry*, *Administrative Science Quarterly*, 42, 213-236.

⁷³ BANTEL K., JACKSON S. E., (1989), *Top management and innovations in banking: Does the composition of the top team make a difference?*, *Strategic Management Journal*, 10, 107-124.

⁷⁴ GEPHART R. P. JR., (1978), *Status degradation and organizational succession: An ethnomethodological approach*, *Administrative Science Quarterly*, 23(4), 553-581.

precedent: sono quindi quei paradigmi, quei modelli strategici di riferimento propri al CEO, ad avere delle conseguenze sulla performance dell'impresa⁷⁵.

Naturalmente, lo spostamento dell'attenzione dall'analisi del fenomeno del turnover alle caratteristiche intangibili del CEO, rende ancora più ardua una analisi quantitativa del fenomeno, in quanto risultano di difficile misurazione le variabili soggettive e qualitative.

Risulta necessaria, a questo punto dell'analisi, ricordare le diverse categorie di successioni del CEO. Khurana⁷⁶ ne individua quattro:

- turnover naturale seguito dall'avvicendamento di un CEO interno;
- turnover naturale seguito dall'avvicendamento di un CEO esterno;
- turnover forzato seguito dall'avvicendamento di un CEO interno;
- turnover forzato seguito dall'avvicendamento di un CEO esterno.

La successione naturale, detta anche programmata, avviene quando il CEO lascia la sua carica per ragioni di anzianità o per naturale scadenza del contratto che lo lega all'impresa. La successione naturale, seguita dall'insediamento di un CEO interno, è, come definito da Khurana, il tipo di turnover più diffuso. Esso non rappresenta, per l'impresa, un cambiamento “disruptive”, radicale, bensì indica la volontà di una continuazione che, come indica Weber⁷⁷, è tipica delle imprese con una organizzazione e una gerarchia stabile che preferiscono un approccio più conservatore alla leadership dell'impresa⁷⁸.

L'esatto opposto viene invece rappresentato dalla successione forzata seguita dall'insediamento di un CEO esterno. La successione forzata, come lo indica il nome stesso, avviene quando le performance dell'impresa sono in declino o quando il CEO non beneficia più della fiducia della proprietà e del Board of Director⁷⁹. L'insediamento di un CEO esterno all'impresa è un altro elemento di forte discontinuità con la gestione posta in essere dal CEO precedente⁸⁰.

L'avvicendamento di un nuovo CEO appare dunque come un evento “traumatico” per l'impresa⁸¹ che si trova a dover fronteggiare un eventuale stravolgimento nell'assetto organizzativo, nei modelli di leadership e nelle strategie di mercato adottate dal nuovo CEO. L'avvicendamento di un CEO esterno rappresenta quindi,

⁷⁵ TUSHMAN M. L., ROSENKOPF L., (1996), *Executive succession, strategic reorientation and performance growth: A longitudinal study in the U.S. cement industry*, Management Science, 42(7), 939-95

⁷⁶ KHURANA R., NOHRIA N., (2000), *The performance consequences of CEO turnover*, Available at SSRN 219129.

⁷⁷ WEBER M., (1947), *The routinization of charisma*, A. M. Henderson & T. Parsons (Eds.), *The theory of social and economic organization* (pp. 363-373, 386-392), Glencoe, Ill: Free Press.

⁷⁸ HELMICH D. L., (1974), *Corporate succession: an examination*, Academy of Management Journal.

⁷⁹ GAMSON W. A., SCOTCH N., (1964), *Scapegoating in baseball*, American Journal of Sociology, 70, 69-72.

⁸⁰ VANCIL R. M., (1987), *Passing the baton: Managing the process of CEO succession*, Cambridge, Massachusetts: Harvard Business School Press.

⁸¹ GOULDNER A., (1954), *Patterns in Industrial Bureaucracy*, Glencoe, Illinois: Free Press.

ancor di più, una rottura con i modelli di gestione adottati in precedenza, creando un disequilibrio nella governance dell'impresa⁸².

Diversi studi hanno trattato questo argomento portando a risultati discordanti; alcuni sostengono che un outsider possa essere la risposta giusta per un cambiamento positivo delle performance, mentre altri affermano che, sulla base della teoria dell'agenzia, gli insider siano preferiti dagli azionisti per ridurre l'incertezza sia nei comportamenti che questi avranno sia nel livello di performance, personale ed aziendale, che produrranno.

L'attenzione posta sui risvolti economici di tale fenomeno è sostenuta da diversi studi^{83 84}, la maggior parte dei quali sostiene che la probabilità di un cambio nel top management in momenti di declino è molto elevata, nonostante siano presenti forze, come l'inerzia organizzativa⁸⁵, che ne rallentano il processo. Per quest'ultimo motivo, spesso, il CEO viene sostituito da un manager esterno all'azienda in modo da creare una "rottura" o, meglio, una svolta nelle performance aziendali negative.

Pfeffer⁸⁶ conferma questa teoria, affermando che il beneficio primario che l'organizzazione ottiene dalla nomina di un "outsider" consiste nella rottura dello status quo presente all'interno dell'azienda. Della stessa opinione risulta essere Carlson⁸⁷ confermando la tendenza per cui un manager assunto dall'esterno sia più portato al cambiamento delle politiche interne rispetto ad uno promosso internamente.

Una caratteristica dell'amministratore delegato da tenere presente è la durata del suo mandato, poiché influenza la gestione aziendale e i risultati economico-finanziari. Questo elemento è stato analizzato nella prima parte del libro come variabile a sé stante, ed assume una sua importanza anche nell'approfondire i momenti di avvicendamento tra CEO.

Miller⁸⁸ indica, come fattore in grado di modificare la performance dell'impresa, la lunga permanenza del CEO nel suo ruolo, che porta ad una perdita della forza di generare cambiamento all'interno dell'organizzazione e ad un progressivo allonta-

⁸² ROSEN S., (1986), *Prizes and incentives in elimination tournaments*, American Economic Review, 76, 701-715.

⁸³ WEISBACH M. S., (1988), *Outside director and CEO turnover*, Journal of Financial Economics, Volume 20, Pages 431-460.

⁸⁴ PARRINO R., (1997), *CEO turnover and outside succession*, A cross-sectional analysis Journal of Financial Economics, Volume 46, Issue 2, Pages 165-197.

⁸⁵ HANNAN M. T., FREEMAN J., (1984), *Structural Inertia and Organizational Change*, American Sociological Review, Vol. 49, No. 2, pp. 149-164.

⁸⁶ PFEFFER J., WAGNER W. G., O'REILLY C. A., (1984), *Organizational Demography and Turnover in Top-Management Group*, III Administrative Science Quarterly, Vol. 29, No. 1, pp. 74-92.

⁸⁷ CARLSON R. O., (1972), *School superintendents: Career and performance*, Columbus, Ohio: Chas. E. Merrill Publishing Co.

⁸⁸ MILLER D., (1991), *Stale in the Saddle: CEO Tenure and the Match Between Organization and Environment*, Management Science, Vol. 37, No. 1, 34-52.

namento da investimenti considerati rischiosi che, invece, potrebbero essere favorevoli all'andamento dell'impresa ed alla sua crescita. Questo tema si ricollega fortemente alla decisione di turnover del vertice organizzativo. Il Board of Director, organo centrale nella gestione e nella governance di una società, assume sempre più importanza nell'avviare il cambiamento della leadership.

3.5 Vantaggi e svantaggi delle successioni forzate e naturali

Le successioni definite “forzate” avvengono nel momento in cui il CEO viene licenziato o sostituito dal Board a causa dei risultati economico – finanziari conseguiti dall'azienda. In questo caso il Board può decidere che la soluzione migliore per poter invertire il trend di performance negative sia quella di cambiare la leadership.

Per confermare l'ipotesi secondo cui questa scelta porterebbe a risultati sicuramente migliori, Denis e Denis⁸⁹ hanno presentato una ricerca nel 1995 prendendo come campione di riferimento un database di aziende americane ed analizzandone i risultati ottenuti ed i turnover registrati nell'arco temporale che va dal 1985 al 1988.

Tale analisi è stata condotta prendendo le 908 aziende in cui è stato sostituito il CEO (il cui annuncio è stato pubblicato sul Wall Street Journal). I due ricercatori hanno evidenziato come il periodo successivo all'evento sia caratterizzato da modifiche sostanziali e di ristrutturazione, vendite di asset aziendali e dal taglio dei costi, a prescindere dal fatto che fosse un turnover forzato o dettato semplicemente dal ritiro del precedente CEO.

La principale differenza tra queste tipologie di avvenimento è dovuta al fatto che le prestazioni nei casi di sostituzione forzata, considerando il rapporto tra ROA e il totale degli asset, risultano decrescenti nei tre anni precedenti al momento di sostituzione, mentre risultano crescenti in seguito.

Dal Wall Street Journal Index emerge il fatto che circa il 70% di quest'attività è avvenuta in imprese controllate da parti terze al precedente CEO, quindi oltre al Board, hanno avuto un ruolo determinante nel processo altri stakeholder, quali nuovi acquirenti o nuovi azionisti di riferimento o creditori rilevanti dell'impresa.

Nel 56% dei casi, invece, è stato dimostrato come nei due anni successivi, tale aziende siano state obiettivo di acquisizioni ostili, di operazioni di leverage buyout o di vendite in blocco di quote societarie.

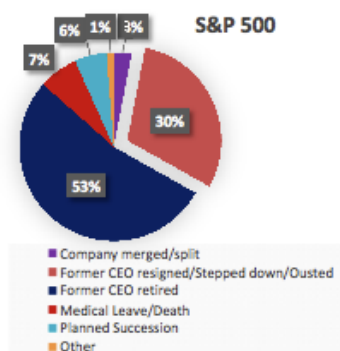
Identificare una successione forzata non è molto semplice, poiché a meno di comunicati diffusi dall'azienda in cui viene giustificato il cambio del manager, non è possibile avere la certezza che il ritiro del CEO sia stato volontario o forzato. Per questa ragione, gli studiosi, confrontando i comunicati ufficiali con i normali ritiri, sono giunti alla conclusione che, solitamente, il turnover avvenuto con una risorsa esterna all'organizzazione sia imposto e non scelto. L'analisi dei dati ha portato ad una forte correlazione tra queste due variabili.

⁸⁹ DENIS D. J., DENIS D. K., (1995), *Performance changes following top management dismissals*, Journal of Finance, 1029-1057.

Tra il 1995 e il 2001, è stato registrato un aumento del 130% di licenziamenti per scarse performance, incrementando il numero di sostituzioni del 53%. Questo ha portato ad una sensibile riduzione della durata in carica degli amministratori, i quali hanno ricoperto il ruolo di CEO in media per 2,2 anni in meno rispetto alla media dei periodi precedenti. Questi risultati portano a pensare che la partenza anticipata non sia volontaria, ciò è confermato dal fatto che il tasso di ritiri volontari e naturali è calato rispettivamente dal 72% del 1995 al 47% del 2001.

Il 30% di turnover dei CEO, come mostrato dalla Figura successiva, di un campione formato da 163 imprese presenti nello Standard&Poors 500, deriva da sostituzioni forzate imposte dal Board. Come già emerso dallo studio di Denis, è difficile reperire informazioni certe riguardanti i turnover forzati, ma le numerose analisi effettuate negli anni hanno portato a dedurre che i CEO licenziati e rimossi senza una motivazione, se non per l'insoddisfazione del loro operato, difficilmente rimangono all'interno dell'azienda in altri ruoli.

Figura 3.5 Principali cause di turnover del CEO



Fonte: Spencer Stuart, 2010 - 2014

La distribuzione geografica di questi risultati porta ad individuare alcune zone come più “rischiose” per i CEO. Dalla ricerca condotta da Lucier, Spiegel e R.Schuyt emerge come la frequenza del turnover sia decisamente diversa tra le zone del nord America, dell'Europa e dell'Asia/Pacifico, sottolineando come la prime due siano decisamente più esigenti raffrontate alla terza.

Gli autori distinguono, inoltre, tre tipologie di avvicendamento:

- “Merger-driven”: in cui la causa è insita nell'operazione di fusione o acquisizione da parte di altre aziende;
- “Performance-related”: in cui vengono comprese le giustificazioni date per cambiamenti richiesti direttamente dal Board, dall'amministratore stesso

a causa del carico di stress o dell'impossibilità riconosciuta di portare i risultati prospettati;

- “Regular transition”: sostituzioni definite normali che comprendono ritiri dopo lungo tempo di attività, per problemi di salute o decesso del manager. Sono compresi in tale tipologia anche i cambiamenti dettati da successioni pianificate e dichiarate in anticipo.

I risultati suddivisi con questa categorizzazione fanno riflettere sul fatto che nel corso degli anni analizzati, solo la terza categoria ha mantenuto un livello stabile, al contrario le altre due sono più che raddoppiate, in particolare il tasso della prima è triplicato.

La valutazione delle performance effettuata prendendo come punto di riferimento il ritorno per gli azionisti normalizzato, escludendo cioè il ritorno dell'area geografica (come calcolato da Morgan Stanley), porta a comprendere la motivazione della diversa situazione europea⁹⁰.

I risultati degli anni 1995, 1998, 2000 e 2001 risultano essere sempre al di sotto del ritorno medio di mercato, giustificando il licenziamento per scarsi risultati negli ultimi anni di carica.

Un dato interessante, come analizzato nel primo capitolo, risulta essere la durata media di anni del mandato. Nella zona asiatica il livello di ritiro è maggiore, rispetto all'Europa e agli Stati Uniti, ma la durata in carica risulta essere minore.

Una tendenza resta evidente: i dati del campione confermano che la durata media in carica sta calando negli ultimi anni, ed in particolare emerge come le successioni legate ai risultati finanziari abbiano coinvolto top manager con durata pari a 7 anni nel 1995 mentre lo stesso dato è sceso a 4,6 anni nel 2001, con una diminuzione del 34%⁹¹.

Un altro studio⁹² sposta l'attenzione sulla relazione che si crea tra il CEO e l'organizzazione in cui esso opera e, soprattutto, con il Board of Director, considerato il vero organo decisionale per la successione.

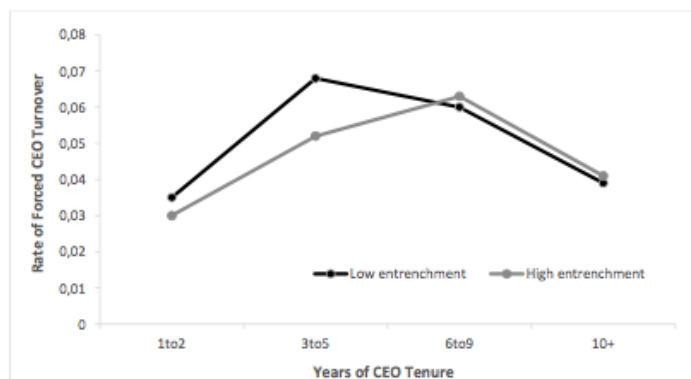
Il cosiddetto “entrenchment” consiste nella creazione di un network di rapporti all'interno dell'azienda in grado di condizionare il giudizio sui risultati dell'attività (come precedentemente accennato).

Tale fattore, analizzato prendendo in considerazione due variabili chiave come il tasso di turnover forzato e la durata della carica, ha evidenziato come in presenza di un basso coinvolgimento relazionale sia presente una più elevata probabilità di licenziamento non volontario.

⁹⁰ LUCIER C., SPIEGEL E., SCHUYT R., (2002), *Why CEOs fall: The causes and consequences of turnover at the top*, Strategy and Business, 34-47.

⁹¹ LUCIER C., SPIEGEL E., SCHUYT R., (2002), *Why CEOs fall: The causes and consequences of turnover at the top*, Strategy and Business, 34-47.

⁹² FISMAN R. J., KHURANA R., RHODES-KROPF M., (2005), *Governance and CEO turnover: Do something or do the right thing*, mimeo.

Figura 3.6 Entrenchment e turnover del CEO

Fonte: Boots & Company

I ricercatori hanno considerato le performance dell'azienda in modo da individuare possibili relazioni tra gli andamenti nelle imprese ad alto tasso di entrenchment e i risultati dell'attività.

Prendendo il Return On Asset, adattato al valore centrale del settore in cui operano le imprese del campione e prendendo i dati relativi solo per gli anni in cui vi sono state successioni forzate, è chiaro come le organizzazioni con un network di relazioni forte guidato dal CEO possa avere un aumento considerevole della qualità dei risultati, al contrario di quelle con un basso radicamento che presentano effetti oscillanti nei tre anni successivi al cambio di leadership. L'esito di tale studio ha mostrato, inoltre, la differenza delle prestazioni negli anni precedenti al turnover, i quali risultano leggermente migliori nelle aziende con un amministratore radicato all'interno dell'impresa.

Questo esito smentisce le teorie per cui un Board molto legato al CEO metta in atto un comportamento di protezione in caso di risultati negativi, utilizzando la sfortuna come principale causa. Tale teoria sosteneva quindi, erroneamente, che il Board of Director difendesse amministratori sotto-performanti, conducendo l'impresa verso performance sempre più negative.

Un'ulteriore evidenza della ricerca ha portato a concentrarsi sulla situazione in cui il Board arriva ad avere un rapporto stretto con il CEO, conoscendo in modo approfondito le sue caratteristiche ed il valore della sua leadership, ma le performance inducono gli shareholder a chiederne il licenziamento. In questo caso -attraverso una regressione logaritmica ed includendo informazioni relative a durata in carica, prestazioni, e andamento dei ritorni per gli azionisti- gli amministratori che sono stati riconfermati, nonostante la volontà espressa dagli shareholder, hanno portato ad un miglioramento nel periodo successivo, premiando la conferma della loro carica.

Per poter avere un andamento più lineare, maggiormente consapevole dei risultati in modo da non subire shock improvvisi, è preferibile un comportamento dei

Board orientato a mantenere in carica il più possibile il leader, così da potergli dare il tempo di considerare diversi metodi ed opzioni di gestione⁹³ e, permettergli anche di sbagliare e di avere il tempo di modificare le proprie azioni sia a livello tattico che strategico.

⁹³ WULF T., MIKSCH J., ROLEDER K., STUBNER S., (2010), *Performance over the CEO Lifecycle—A Differentiated Analysis of Short and Long Tenured CEOs*, HHL Working Paper 88, Leipzig, Germany.

4

Età del CEO

Il terzo filone di analisi affrontato in questo capitolo mira ad approfondire il ruolo di una variabile strategica per i CEO che, negli ultimi anni, è riuscita a catturare l'attenzione di molti accademici: l'età anagrafica.

La variabile età verrà dunque messa in relazione con la propensione a realizzare politiche d'impresa rischiose, come operazioni di M&A e forti spese in R&D. La ricerca intende evidenziare in quale misura le decisioni più o meno rischiose adottate dai CEO siano state influenzate dalla loro età. Verranno analizzate le politiche, definite rischiose, intraprese dai CEO e le conseguenze che queste possono avere sulle performance dell'impresa. Verranno infine esaminati empiricamente i dati ottenuti dallo studio del campione di imprese quotate del database al fine di ottenere un riscontro quantitativo con la letteratura contenuta nel capitolo. L'età dei CEO è stata, specialmente nel corso degli ultimi anni, al centro di numerosi dibattiti poiché considerata di importanza centrale nella comprensione di determinati comportamenti assunti dai CEO nell'adozione di politiche di gestione aziendale più o meno rischiose.

Molti di questi studi dimostrano come l'età sia una determinante fondamentale, soprattutto per quanto concerne i cambiamenti individuali. L'aumento nell'età di una persona, infatti, può provocare cambiamenti psicologici relativi ai bisogni, alle aspettative, ai valori individuali, ai desideri e/o all'entusiasmo.

Obiettivi di apprendimento

In questo capitolo discuteremo di:

- Principali politiche rischiose adottate dai CEO
 - M&A ed età del CEO
 - R&D ed età del CEO
 - Analisi empirica
-

4.1 Il CEO, l'età e le caratteristiche personali.

Alcuni studi⁹⁴ hanno evidenziato che le caratteristiche personali di un CEO sono in grado di influenzare, in maniera non trascurabile, le politiche strategiche e rischiose d'impresa. Esperienze di vita personali, eccessiva fiducia, preferenze di indebitamento e molti altri fattori determinano le decisioni finanziarie di un CEO e le sue attitudini verso il rischio⁹⁵. Tuttavia, sebbene età di un CEO e caratteristiche personali siano variabili chiaramente osservabili, c'è sorprendentemente poca evidenza su come l'età di un CEO influenzi la sua attitudine ad intraprendere rischi.

Alcuni modelli⁹⁶ affermano che i CEO più giovani sarebbero maggiormente avversi al rischio poiché non avrebbero ancora ottenuto la reputazione di manager altamente qualitativi. Contrariamente a queste teorie, altri modelli affermano che CEO più giovani investirebbero in maniera più aggressiva e si farebbero carico di rischi maggiori per dimostrare le proprie abilità ed apparire maggiormente talentuosi⁹⁷. Due brevi esempi tratti da casi aziendali reali possono rendere maggiormente chiare tali incongruenze:

- Quando Michael Reger, CEO di Nothern Oil and Gas, aumentò i fondi al fine di trivellare zone inesplorate alla ricerca di petrolio, le sue azioni vennero aspramente criticate in quanto andavano oltre le tolleranze di rischio consentite dalle generazioni più vecchie;
- Yahoo Japan assunse un CEO di 44 anni e assieme a lui 7 giovani manager; questa azione fu giustificata dalla compagnia sostenendo come fosse necessario, al fine di restare competitivi, avere un team dirigenziale che non avesse timore di intraprendere attività rischiose.

Un importante studio condotto da Serfling⁹⁸ disamina il rapporto tra età del CEO e desiderio di intraprendere attività rischiose. Coerentemente con l'ipotesi secondo la quale i CEO assumerebbero rischi minori all'aumentare della loro età, l'autore ha evidenziato l'esistenza di una relazione negativa tra età e volatilità dei ritorni azionari e dunque un collegamento evidente con l'assunzione di rischi. Un CEO solitamente non determina le politiche d'impresa da solo ma effettua scelte come membro di un team, dunque le preferenze di rischio di altri manager possono anch'esse contribuire a determinare il profilo complessivo di rischio di un'impresa.

⁹⁴ WU S., LEVITAS E., PRIEM R. L., (2005), *CEO tenure and company invention under differing levels of technological dynamism*, Academy of Management Journal, 48(5), 859-873

⁹⁵ CRONQVIST H., MAKHJIA A. K., YONKER S. E., (2012), *Behavioral consistency in corporate finance: CEO personal and corporate leverage*, Journal of financial economics, 103(1), 20-40.

⁹⁶ HIRSHLEIFER D., THAKOR A. V., (1992), *Managerial conservatism, project choice, and debt*, Review of Financial Studies, 5(3), 437-470.

⁹⁷ PRENDERGAST C., STOLE L., (1996), *Impetuous youngsters and jaded old-timers: Acquiring a reputation for learning*, Journal of Political Economy, 1105-1134.

⁹⁸ SERFLING M. A., (2014), *CEO age and the riskiness of corporate policies*, Journal of Corporate Finance, 25, 251-273.

Se l'età di un manager ne influenza le preferenze relative al rischio, allora manager aventi età simili al CEO dovrebbero rafforzare tale propensione. L'ipotesi effettuata da Serfling è dunque la seguente: *CEO più vecchi (giovani) tenderebbero ad intraprendere politiche con rischi inferiori (superiori)*.

Le ipotesi di Serfling sostengono che l'età di un CEO sia correlata negativamente al rischio d'impresa. I risultati hanno mostrato che:

- esisterebbe una relazione negativa tra età di un CEO e spese in R&D dell'impresa;
- esisterebbe una relazione positiva tra età di un CEO e diversificazione d'impresa (CEO più anziani tenderebbero dunque ad effettuare operazioni di acquisizione maggiormente diversificate rispetto alle giovani controparti).

Lo studio ha quindi contribuito a dimostrare empiricamente come CEO più vecchi tendano a diminuire i rischi d'impresa investendo meno in R&D e diversificando maggiormente le imprese.

Chen e Zheng⁹⁹, a differenza di Serfling, estendono l'analisi agli effetti che il mandato di un CEO produce sulla propensione al rischio. I due ricercatori documentano un impatto positivo del mandato del CEO sulla propensione al rischio. Il mandato di un CEO e la relativa influenza sulla propensione al rischio possono essere interpretati secondo quattro criteri: potere, investimenti in capitale umano, esperienze e preoccupazioni legate alla carriera. In questo studio, a differenza di quello condotto da Serfling, l'attenzione viene posta sulla volatilità dei ritorni azionari piuttosto che su specifiche politiche d'impresa come spese in R&D ed acquisizioni. Sono stati elaborati numerosi modelli per esaminare quale delle quattro interpretazioni del mandato avesse un impatto sulla tendenza ad assumere rischi da parte di un CEO ed in quale misura. Evidenze empiriche hanno mostrato che le prime tre variabili legate al mandato di un CEO (potere, investimenti in capitale umano, esperienze) non spiegherebbero adeguatamente la relazione in esame. D'altra parte le decrescenti preoccupazioni legate alla carriera di un CEO, all'aumentare degli anni del suo mandato, potrebbero essere sufficienti a spiegare la sua crescente attitudine ad assumere rischi. Mandati più lunghi potrebbero aumentare il potere del top manager ma non risulta chiaro in che modo questo potere influenzi la propensione al rischio. Nonostante ciò, gli accademici, sostengono che la dissuasione dall'intraprendere politiche rischiose dipenda in maniera cruciale dal fatto che l'agente (il manager) conosca le proprie abilità personali e manageriali tanto quanto il principale (l'azionista). Se, invece, il manager possedesse informazioni relative alle proprie abilità non conosciute dal principale, opterebbe sempre per progetti rischiosi¹⁰⁰.

Tuttavia, età e mandato sembrano, secondo Chen e Zheng, avere effetti differenti ed opposti sull'assunzione di rischi da parte di un CEO:

⁹⁹ CHEN D., ZHENG Y., (2014), *CEO tenure and risk-taking*, Global Business and Finance Review, 19(1), p1-27.

¹⁰⁰ GARFINKEL J. A., KIM J., LEE K. H., (2012), *External Governance, Risk Taking and Outcomes: The Importance of CEO Career Concerns*.

- L'effetto dell'età di un CEO sulla propensione al rischio, da un punto di vista generale, si è rivelato essere negativo e significativo e dunque esisterebbe una correlazione negativa tra tali variabili;
- L'impatto del mandato di un CEO sulla volatilità totale (e quindi sulla propensione al rischio) risulterebbe invece essere positivo.

Questi due risultati contrastanti potrebbero quindi riflettere una crescente avversione al rischio all'aumentare dell'età anagrafica. La correlazione positiva tra mandato e propensione al rischio risulta in antitesi con i numerosi studi della letteratura passata che sostenevano come esistesse tra queste due variabili una relazione verificata e come tale relazione fosse negativa. Trova invece sempre maggiori conferme la relazione negativa tra età di un Amministratore Delegato e propensione al rischio¹⁰¹.

Nei seguenti paragrafi si analizzano in profondità le relazioni tra acquisizioni e spese in R&D ed età del CEO.

Variabili come acquisizioni e spese in R&D (effettuate per garantire una costante innovazione di prodotti e di processi), infatti, sono collegate in maniera molto più rilevante all'età di un CEO rispetto a quanto lo siano il ritorno per gli azionisti ed il turnover. Tuttavia, l'argomento relativo all'età di un CEO risulta molto più complesso di quanto precedentemente esemplificato.

Questo argomento assumerà importanza sempre più rilevante in futuro ed è, anche per questa ragione, che lo studio dell'età di un CEO oggi può costituire un valido strumento di analisi che in futuro verrà supportato da riflessioni maggiormente accurate.

4.2 Principali politiche rischiose adottate dai CEO: operazioni di M&A

La crescita dimensionale sta assumendo importanza sempre più rilevante, soprattutto per quanto riguarda le imprese italiane. Sino a qualche tempo fa la ridotta dimensione delle imprese, unitamente alle capacità di adattamento al mercato, costituiva un vantaggio competitivo rilevante. Le mutevoli condizioni dell'ambiente economico e del mercato hanno però fatto sì che le imprese non riescano più a mantenere lo stesso livello di prosperità del passato.

Il trinomio "crescita-diversificazione-investimento" sta diventando l'imperativo strategico da seguire per poter continuare a competere sui mercati. Sono però poche le imprese che dispongono di risorse manageriali e finanziarie adeguate per poter operare una crescita per linee interne e, di conseguenza, l'alternativa risulta essere la crescita per linee esterne, ossia mediante operazioni di *M&A* (*Merger & Acquisition*).

¹⁰¹ COLES J. L., DANIEL N. D., NAVEEN L., (2006), *Managerial incentives and risk-taking*, Journal of Financial Economics, 79(2), 431-468.

Le operazioni di M&A possono essere definite come processi di crescita esterna che consentono ad un'impresa A (detta acquirer) di fondersi con una seconda società B (detta target) creando una terza entità (nel caso di una fusione), oppure alla società A di acquistare l'intera impresa B o parti di essa e dunque del suo business (nel caso di un'acquisizione)¹⁰².

Sostanzialmente le strategie perseguibili mediante processi di crescita esterna non differiscono da quelle relative a processi di crescita interna. La preferenza per le acquisizioni è dettata dalla maggior velocità mediante la quale si può perseguire l'obiettivo preposto e, in secondo luogo, dalla possibilità per l'acquirer di individuare sul mercato aziende target "sottovalutate" che possano fungere da ottimo investimento¹⁰³. Esse, inoltre, rappresentano la più importante forma di crescita dimensionale delle imprese quando, specialmente in settori maturi, diventa complicato acquisire quote di mercato e si ha la necessità di espandersi rapidamente.

In secondo luogo, occorre considerare che investimenti in impianti e macchinari vengono molto spesso sostenuti in base a prezzi determinati mentre le acquisizioni/fusioni si rivelano, nella maggior parte dei casi, operazioni lunghe e difficoltose che possono far lievitare i prezzi anche molto al di sopra del valore di mercato¹⁰⁴.

Non bisogna poi dimenticare come queste operazioni presentino un problema di integrazione del target nella struttura aziendale dell'acquirer, fattore che le rende quasi sempre più impegnative rispetto al caso di una crescita per linee interne¹⁰⁵.

Il management ha dunque il compito di valutare tutti questi aspetti in modo tale da avere ben presenti i presupposti, le possibili problematiche, ed i termini da affrontare per poter effettuare un'operazione che garantisca un vantaggio di lungo periodo. Sono generalmente tre le regole che un buon manager dovrebbe seguire:

- Riesaminare periodicamente la lista dei target per cedere/acquisire;
- Cercare imprese deboli dal punto di vista finanziario in modo tale da avere la possibilità di ridurre i costi;
- Avere ben chiare le diverse tipologie di analisi da effettuare per compiere le proprie scelte (non solo analisi finanziarie).

¹⁰² HAGEDOORN J., DUYSTERS G., (2002), *External sources of innovative capabilities: the preferences for strategic alliances or mergers and acquisitions*, Journal of management studies, 39, 167-188.

¹⁰³ JOHANNISSON B., (1990), *Economies of overview—guiding the external growth of small firms*, International Small Business Journal, 9(1), 32-44.

¹⁰⁴ HIJZEN A., GÖRG H., MANCHIN M., (2008), *Cross-border mergers and acquisitions and the role of trade costs*, European Economic Review, 52(5), 849-866.

¹⁰⁵ SCHMIDT B., (2015), *Costs and benefits of friendly boards during mergers and acquisitions*, Journal of Financial Economics.

Le operazioni di M&A sono quindi diventate sempre più frequenti e hanno assunto sempre maggior rilievo negli ultimi anni¹⁰⁶, ciò nonostante presentano un elevato rischio di insuccesso poiché i ritorni sull'investimento risultano, in molti casi, inferiori al prezzo pagato per l'acquisizione/fusione. Le acquisizioni in particolare si sono sviluppate in maniera dirompente solamente negli ultimi decenni ma esistevano già da fine '800 e la loro evoluzione è avvenuta in maniera ciclica attraverso "ondate" che hanno interessato prevalentemente il mercato inglese e quello statunitense e, solo nel secondo dopoguerra, quello europeo¹⁰⁷. Queste grandi ondate, che hanno contribuito a creare l'odierno sistema di grandi imprese multinazionali (specialmente americane), sono essenzialmente sei:

- "Merger for monopoly" 1897-1904 -> ondata caratterizzata da diverse operazioni di concentrazione orizzontale che portarono alla creazione dei primi monopoli come General Electric e American Tobacco;
- "Merger for oligopoly" 1916-1929 -> questa seconda ondata vide in prevalenza acquisizioni/fusioni verticali finalizzate all'ingresso in attività nuove e formazione dei primi conglomerati (IBM, GM);
- "Conglomerate wave" 1965-1970 -> in questo periodo venne registrato il maggior numero di concentrazioni della storia americana poiché era convinzione diffusa che una maggiore diversificazione fosse in grado di ridurre il rischio e si riteneva di poter facilmente trasportare il know-how del management da un settore all'altro;
- "Take over ostili" 1981-1989 -> questo arco temporale fu caratterizzato da acquisizioni prevalentemente ostili, si tendeva a comprare un conglomerato con basse performance (spesso lo si toglieva dal mercato borsistico) per poi rivendere ogni sua unità produttiva;
- "Operazioni strategiche e globali" 1992-2001 -> le motivazioni alla base di queste operazioni furono sia di natura finanziaria che strategica (espansione in nuovi mercati e sinergie). La dimensione delle imprese target rimase sostanzialmente invariata anche in questo periodo ma si ridusse notevolmente il numero di takeover ostili, soprattutto in relazione agli anni '80;
- "I fondi di private equity" 2004-2007 -> quest'ultima ondata è stata caratterizzata da operazioni strategiche (volte all'aggregazione) mosse da operatori finanziari, in particolare da fondi di private equity ed hedge funds che erano in grado di effettuare operazioni caratterizzate da elevati valori di leverage.

La Figura 4.2 mostra l'andamento storico delle M&A dai primi anni '80 ad oggi, evidenziando in particolar modo:

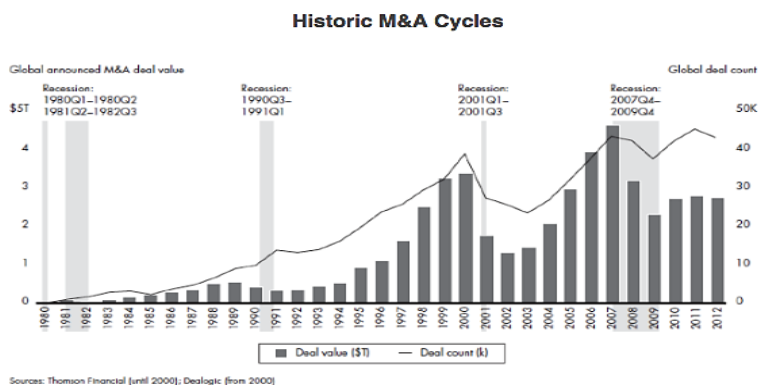
- Un andamento quasi sempre crescente fino al 2000;

¹⁰⁶ ANDRADE G., MITCHELL M. L., STAFFORD E., (2001), *New evidence and perspectives on mergers*.

¹⁰⁷ AUSTER E. R., SIROWER M. L., (2002), *The dynamics of merger and acquisition waves a three-stage conceptual framework with implications for practice*, The Journal of Applied Behavioral Science, 38(2), 216-244.

- Una flessione dal 2000 al 2002;
- Una repentina risalita a partire dal 2003, con un picco nel 2007;
- Un nuovo calo negli anni 2008-2009;
- Una stabilizzazione su livelli leggermente più elevati fino al 2012

Figura 4.2 Ciclicità delle operazioni di M&A dal 1980 al 2012



Fonte: McKnight P.J., Tomkins C., Weir C., Hobson D., (2000), CEO age and top executive pay: a UK empirical study, *Journal of Management and Governance*.

Oggi il movimento delle M&A è ricomparso prepotentemente grazie ai BRICS (i cinque principali Paesi tra le economie emergenti: Brasile, Russia, India, Cina, Sudafrica), in particolar modo grazie alla Cina. In Italia il record assoluto di M&A si è verificato nel 2007 per poi raggiungere i minimi storici negli ultimi anni. Il basso numero di M&A odierno è dovuto a diversi fattori: incertezza sull'andamento del ciclo economico, riduzione del rapporto di leverage dovuta alle maggiori difficoltà che si possono incontrare nell'accedere al credito, incertezza dei fondi di private equity.

Una seconda e più interessante classificazione di fusioni/acquisizioni può essere effettuata considerando il loro intento strategico¹⁰⁸:

- “*The overcapacity M&A*”: è la più rilevante categoria di M&A (37% del totale). Viene spesso adottata nei settori maturi ad elevata intensità di capitale per fronteggiare l'eccesso di capacità produttiva. Un chiaro esempio di successo è dato dalla fusione tra Fiat e Chrysler nel 2009 che ha comportato: chiusura degli stabilimenti meno efficienti, strutture manageriali e processi più snelli, riorganizzazione delle reti distributive, utilizzo di piattaforme comuni. Gli obiettivi possono essere dunque sia ottenere una struttura operativa maggiormente efficiente sia ottenere una maggior quota di mercato. Spesso però questa tipologia di operazioni non va a buon fine

¹⁰⁸ BOWER J. L., (2001), *Not All M&As Are Alike—and That Matters*.

(come avvenuto nel tentativo fallito di integrazione tra Daimler e Chrysler) per differenti ragioni:

- Quando le due aziende presentano dimensioni simili si creano molto spesso conflitti di potere a diversi livelli (sia a livello di top management che, a diffusione, verso il basso) per cercare di mantenere o conquistare posizioni significative;
 - Quando l'acquirer è di dimensioni superiori all'azienda target di solito i manager di quest'ultima tendono a lasciare l'azienda;
 - L'azienda target spesso può reagire negativamente all'acquisizione;
 - L'azienda acquirente vuole spesso imporre i propri processi e la propria cultura, tendendo quindi a privilegiare i propri stabilimenti;
 - Risulta spesso difficile capire quali stabilimenti è veramente necessario chiudere.
- “*The geographical Roll-up M&A*”: a differenza della prima tipologia di M&A, questa avviene solitamente in una fase antecedente nel ciclo di vita del settore. Mira ad integrare aziende tra loro concorrenti in settori fortemente frammentati nei quali, dopo essere riuscite ad emergere, alcune imprese adottano strategie volte ad incorporare realtà di minori dimensioni ed adiacenti geograficamente.
 - “*The product and market extension M&A*”: questa terza tipologia di M&A occupa il secondo posto con circa il 36% del valore totale delle acquisizioni. Le probabilità di successo dipendono molto dalle dimensioni delle imprese coinvolte: il successo è più facilmente raggiungibile se è una grande impresa ad acquisirne una minore rispetto al caso in cui il target abbia dimensioni simili all'acquirer. L'intento di queste M&A è quello di estendere la gamma prodotti o di espandersi in nuovi mercati, ricercando dunque una diversificazione produttiva o territoriale.
 - “*The M&A as R&D*”: avviene in settori ad alto tasso di innovazione come high tech, biotech, IT, dove operatori di maggiori dimensioni acquistano realtà di dimensioni inferiori o start-up. Queste acquisizioni vengono effettuate con lo scopo di ottenere in tempi piuttosto brevi conoscenze/competenze distintive e vengono usate come valida alternativa alla ricerca in-house; la loro velocità risulta essere un fattore chiave poiché l'innovazione in questi settori è molto rapida. I risultati migliori si ottengono quando le due realtà aziendali possiedono tecnologie complementari.
 - “*The industry convergence M&A*”: le aziende che effettuano quest'ultima tipologia di operazioni sono solite entrare in nuovi settori per riconfigurare il modello di business. Questa quinta “classe” di M&A è diversa dalle altre poiché implica “inventare” un settore o un modello di business partendo dall'ipotesi che le sinergie più importanti possano derivare da settori i cui confini sono in erosione; la sfida risulta dunque più grande rispetto alle precedenti.

Le motivazioni che portano ad operazioni di M&A sono dunque differenti e possono essere classificate come segue¹⁰⁹:

- Economie di scala, di integrazione verticale, d'esperienza, di scopo;
- Eliminazione delle inefficienze;
- Diversificazione;
- Combinazione di risorse complementari;
- Razionalizzazione della struttura del gruppo;
- Diminuzione del costo dei finanziamenti.

L'analisi delle motivazioni funge in ogni caso solo da premessa a quella che è l'analisi dei benefici che l'azienda intende ottenere mediante questo tipo di operazioni. La giustificazione di un progetto di fusione/acquisizione infatti si può ritrovare solamente attraverso la valorizzazione delle sinergie che l'operazione è in grado di portare. Si possono distinguere tre tipologie di effetti sinergici: operativi, finanziari e fiscali.

I benefici operativi riguardano aziende con prodotti affini, sostitutivi o concorrenti, ma non si può pensare che due imprese che operano in settori differenti non possano trarre beneficio da un'eventuale operazione di M&A. Trasferimento di capacità tecniche, economie di scala, accrescimento della produttività, capacità di ricerca e organizzazione delle risorse sono solo i principali benefici operativi che un'operazione di questo tipo è in grado di portare.

Dal punto di vista finanziario invece i benefici di una M&A si traducono, in primo luogo, in una riduzione del costo del capitale per le imprese coinvolte o per l'impresa risultante. Un'operazione di questo tipo può favorire un'elevazione della posizione creditizia (standing) delle imprese coinvolte; è infatti ragionevole ritenere che, dopo un'aggregazione, l'impresa finanziariamente più debole possa presentarsi ai creditori con maggiori garanzie rispetto a prima e dunque ottenere finanziamenti ad un costo inferiore. Il secondo motivo che può portare all'ottenimento di una riduzione del costo del capitale è da ricercare nella riduzione del rischio operativo che deriva dalla diversificazione delle attività d'impresa e che può consentire di ottenere prestiti ad un tasso inferiore.

Anche la variabile fiscale può risultare determinante nella scelta strategica di effettuare un'aggregazione poiché un'operazione di questo tipo, dal punto di vista impositivo, permetterebbe di imputare ad ogni esercizio quote di ammortamento più elevate dovute alla rivalutazione dei beni strumentali iscritti nel bilancio. In secondo luogo, i legislatori risulterebbero propensi ad incentivare operazioni di M&A per favorire la crescita dimensionale delle imprese.

Tuttavia le operazioni di M&A presentano evidenti rischi che spesso si traducono in difficoltà di integrazione delle due strutture aziendali, di armonizzazione di culture differenti, di procedure.

Per rendere minimi questi rischi risulta di primaria importanza la scelta dell'impresa target, che deve essere effettuata in modo oculato, ad esempio ponderando i diversi rischi sia economici che prettamente strategici.

¹⁰⁹ TARDIVO G., SCHIESARI R., MIGLIETTA N., (2012), *Corporate Finance*, ISEDI

Prima ancora della fase di selezione dell'impresa target è necessario dunque che il management ed in particolar modo i vertici aziendali si soffermino sull'analisi strategica dei settori coinvolti; l'analisi strategica del management deve dimostrarsi un processo comparativo che sia in grado di identificare le risorse condivisibili in grado di produrre le sinergie sperate¹¹⁰.

Il ruolo del top management risulta quindi fondamentale nell'indirizzare verso i giusti binari questo tipo di operazioni che, data la loro complessità sotto molteplici aspetti, necessitano sempre di valutazioni molto accurate e a volte dettate dalle esperienze passate dei manager stessi.

4.2.1 Età del CEO ed operazioni di M&A.

Sin dal 1992, i CEO hanno effettuato fusioni ed acquisizioni per un valore che supera ormai i 7 trilioni di Dollari. Tuttavia la letteratura¹¹¹ non ha ancora espressamente rilevato evidenze empiriche sul fatto che le acquisizioni possano creare valore per gli azionisti delle imprese acquirenti.

Molti degli studi effettuati in passato si sono focalizzati sull'impresa "nel suo insieme" ignorando largamente la possibilità che le M&A possano variare a seconda di cambiamenti individuali relativi ai CEO.

Per quale ragione l'età risulterebbe rilevante in tale tipologia di operazioni? Le caratteristiche di un CEO tendono a mutare con l'avanzare dell'età. I cambiamenti psicologici e fisiologici che avvengono con l'età possono direttamente influenzare l'inclinazione di un CEO a perseguire un'operazione di M&A. I CEO, secondo Bertrand e Mullainathan¹¹², tenderebbero a preferire una vita "tranquilla e pacifica" e tale attitudine, sempre secondo gli autori, sembrerebbe aumentare con l'avanzare dell'età. Quando si invecchia, infatti, i livelli di energia calano¹¹³ e dunque operazioni di fusione/acquisizione vengono percepite con maggiore apprensione. Quindi, i cambiamenti psicologici che avvengono al crescere dell'età possono rendere i CEO più anziani meno propensi ad effettuare operazioni di crescita esterna e, specialmente, acquisizioni. Roll, Heaton, Malmendier e Tate¹¹⁴ ritengono che i CEO soffrano spesso di eccessiva fiducia e presunzione. Essi spiegano come operazioni di M&A vengano effettuate a seconda della tendenza che un CEO ha di sovrastimare

¹¹⁰ SNICHELOTTO M., PEGORARO A., (2009), *Le operazioni di M&A come strumento del vantaggio competitivo*, RiVista, 3.

¹¹¹ ANDRADE G., MITCHELL M. L., STAFFORD E., (2001), *New evidence and perspectives on mergers*.

¹¹² BERTRAND M., MULLAINATHAN S., (2003), *Enjoying the quiet life? Corporate governance and managerial preferences*, Journal of Political Economy, 111(5), 1043-1075.

¹¹³ ROBERTS S. B., ROSENBERG I., (2006), *Nutrition and aging: changes in the regulation of energy metabolism with aging*, Physiological reviews, 86(2), 651-667.

¹¹⁴ ROLL R., (1986), *The hubris hypothesis of corporate takeovers*, Journal of business, 197-216.

la propria abilità nel creare valore per l'impresa e come questa eccessiva confidenza costituisca una prima avvisaglia di investimenti rischiosi.

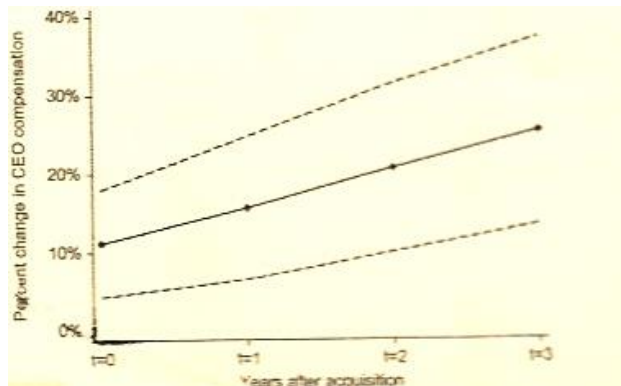
Uno studio condotto da Yim¹¹⁵ ha contribuito in maniera importante a fornire risposte esaustive circa il rapporto tra operazioni di M&A ed età anagrafica, tenendo di dimostrare empiricamente tre ipotesi rilevanti:

- La propensione ad effettuare operazioni di M&A da parte di un'impresa decresce all'aumentare dell'età del suo CEO;
- Le operazioni di acquisizione sono accompagnate da un permanente incremento nel livello complessivo di retribuzione di un CEO (questo creerebbe forti incentivi finanziari ad effettuare operazioni di questo tipo, soprattutto ad inizio carriera);
- Questo effetto negativo dell'età di un CEO sulle M&A è più forte nelle imprese dove i CEO riescono ad anticipare o ad influenzare il compenso post-acquisizione.

Secondo Yim la combinazione di benefici retributivi permanenti e rischi con orizzonti temporali limitati sarebbe in grado di creare forti incentivi ad effettuare operazioni di M&A soprattutto per i CEO più giovani. Tali stimoli sarebbero dunque alla base della relazione negativa tra età di un CEO e propensione dell'impresa ad effettuare operazioni strategiche di questo tipo. Inoltre, un'operazione di acquisizione risulterebbe maggiormente appetibile nel caso in cui il CEO dovesse ricevere importanti benefit ancor prima di effettuarla o fosse in grado di influenzare favorevolmente il suo compenso post-acquisizione.

L'analisi empirica di Yim è stata effettuata sul management di 1500 imprese quotate considerando un arco temporale elevato che va dal 1992 al 2007. Dalla ricerca emerge che meno del 28% delle imprese osservate è risultato essere implicato in acquisizioni di qualsiasi dimensione (7.999 imprese su 29.219); tali imprese si sono rivelate piccole dal punto di vista dimensionale (sia dal punto di vista degli asset che della capitalizzazione di mercato), accade frequentemente infatti che grandi imprese acquirenti siano incapaci di trovare realtà target con dimensioni simili alle proprie. L'età media dei CEO del campione risulta essere di 55 anni. Il 5% delle acquisizioni ha visto aumentare la retribuzione dei CEO del 12,7% durante lo stesso anno nel quale si è verificata (del 4,8% se effettuata l'anno precedente). Intraprendere operazioni di acquisizione risulterebbe quindi altamente incentivante per il CEO dato il notevole incremento nella retribuzione. L'effetto cumulativo delle acquisizioni sul compenso eccederebbe addirittura il 23% dopo tre anni dal completamento dell'operazione. La Figura sottostante mostra l'andamento cumulativo post-acquisizione del compenso dei CEO analizzati nel campione da Yim:

¹¹⁵ YIM S., (2013), *The acquisitiveness of youth: CEO age and acquisition behavior*, Journal of financial economics, 108(1), 250-273.

Figura 4.3 Retribuzione del CEO post-acquisizione

Fonte: Yim S., (2013), The acquisitiveness of youth: CEO age ad acquisition behavior, Journal of Financial Economics

L'asse delle ascisse mostra il numero di anni post-acquisizione (0, 1, 2, 3) mentre l'asse delle ordinate esprime il cambiamento percentuale nel compenso dei CEO (relativo all'anno precedente l'operazione). Il compenso si riferisce alla Total Direct Compensation e comprende sia la parte fissa che la parte variabile.

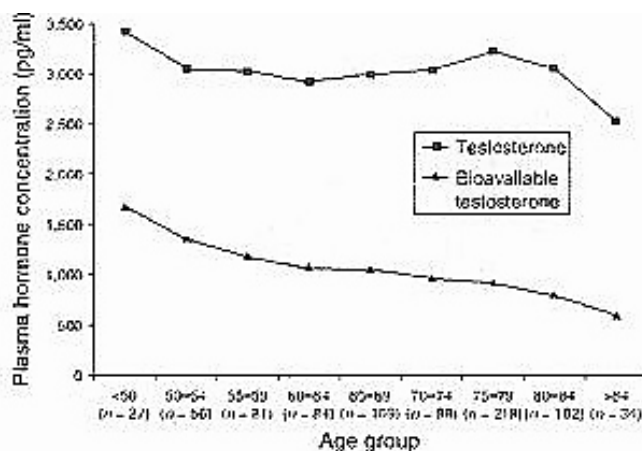
L'incremento nella retribuzione di un CEO dopo un'operazione di M&A appare dunque piuttosto evidente. Tuttavia, i CEO più giovani (lontani dal ritiro) gioverebbero maggiormente dei benefici post-acquisizione rispetto ai CEO più anziani. In particolare, i risultati mostrano come l'attività di M&A dei CEO più vecchi risulti essere molto inferiore a quella dei CEO aventi età compresa tra i 27 ed i 48 anni (circa il 28,5% in meno). Quando un CEO giovane si unisce ad un'impresa, la propensione di quest'ultima verso attività di M&A tende ad aumentare; vi è dunque la possibilità che imprese con l'intento di divenire acquirer cerchino di assumere CEO più giovani per anticipare gli eventi. L'effetto di un'operazione di acquisizione è stato esaminato anche su una variabile fortemente collegata all'età anagrafica: il mandato di un CEO. Il periodo di carica di un CEO, sebbene risulti strettamente legato all'età anagrafica, produce l'effetto opposto per quanto riguarda la propensione ad effettuare un'operazione di M&A. Infatti i risultati dello studio dimostrano che CEO con mandati superiori sarebbero maggiormente propensi ad effettuare M&A. Tuttavia, mentre è osservabile un aumento nella propensione verso le acquisizioni nei primi tre anni di mandato, dal quarto all'ottavo anno questo aumento non sembra osservare un incremento. Imprese con CEO giovani (dai 27 ai 52 anni) e con meno anni di mandato risultano essere tendenzialmente più piccole e quindi più propense ad effettuare acquisizioni.

Secondo Levi, Li e Zhang¹¹⁶ la propensione ad effettuare operazioni di fusione/acquisizione (in particolar modo l'aggressività necessaria ad effettuare tali

¹¹⁶ LEVI M., LI K., ZHANG F., (2010), *Deal or no deal: Hormones and the mergers and acquisitions game*, Management Science, 56(9), 1462-1483.

operazioni) sarebbe più elevata nei CEO giovani, sotto i 45 anni, a causa del maggior livello di testosterone che essi possiedono rispetto a CEO in età più avanzata. Il testosterone è un ormone steroidale che, sia negli uomini che negli animali, è stato da sempre associato alla dominanza maschile. Nel corso degli ultimi anni sono stati effettuati numerosi studi con l'intento di approfondire la comprensione della relazione tra età e testosterone. Tra questi, un contributo fondamentale è stato dato da Ferrini e Barrett-Connor¹¹⁷ che hanno studiato questa associazione calcolando peso, indice di massa corporea, consumo di alcool, sigarette, caffeina, esercizio fisico, malattie (diabete, problemi cardiaci) di 810 uomini caucasici californiani. Il grafico seguente mostra i risultati di tale studio, evidenziando come il testosterone osservi un andamento decrescente al crescere dell'età anagrafica, dimezzandosi addirittura una volta raggiunti gli 80 anni di età. Ciascun punto del grafico rappresenta la media per ognuno dei 5 gruppi di età analizzati, ad eccezione del campione < 50 anni che contiene soggetti dai 24 ai 49 anni.

Figura 4.4 “Age vs. Total and Bioavailable Testosterone in Cross-Sectional Investigation of 810 Caucasian Men”



Fonte: Ferrini and Barrett-Connor (1998), Oxford University Press

Harman¹¹⁸ et al. nel 2001 riuscì ad ottenere risultati molto simili a quelli mostrati poc'anzi, confermando la tesi secondo la quale il testosterone tenderebbe a ridursi progressivamente al crescere dell'età di un individuo. Il comportamento dominante tra gli individui maschili, dovuto al testosterone, può assumere diverse

¹¹⁷ FERRINI R. L., BARRETT-CONNOR E., (1998), *Sex hormones and age: a cross-sectional study of testosterone and estradiol and their bioavailable fractions in community-dwelling men*, American journal of epidemiology, 147(8), 750-754.

¹¹⁸ HARMAN S. M., METTER E. J., TOBIN J. D., PEARSON J., BLACKMAN M. R., (2001), *Longitudinal effects of aging on serum total and free testosterone levels in healthy men*, The Journal of Clinical Endocrinology & Metabolism, 86(2), 724-731.

forme: aggressione (l'intento è infliggere un danno ad un secondo soggetto) o dominanza non aggressiva (far predominare il proprio status su quello di un altro individuo). Le M&A, a tal proposito, svolgono un ruolo chiave, infatti pongono i CEO in situazioni competitive nelle quali il raggiungimento del successo innalza lo status sociale ed aumenta il livello di autorità.

Non è dunque difficile percepire il “contesto” nel quale il testosterone esercita il proprio effetto sui decisori di queste operazioni di crescita esterna. Dopotutto, i CEO cercano di ottenere posizioni dominanti dopo anni di fatiche e duro lavoro. Il campione esaminato nello studio di Levi, Li e Zhang comprende 357 operazioni di acquisizione effettuate negli Stati Uniti tra il 1997 ed il 2007, l'età media dei CEO di sesso maschile delle imprese buyer è risultata essere 56 anni mentre quella dei CEO delle imprese target 55 anni. Nel campione sono state inclusi accordi sia amichevoli che ostili, ovviamente gli ostili sono più propensi ad essere rifiutati. I risultati ottenuti mediante regressioni hanno evidenziato come i giovani CEO di sesso maschile (non più vecchi di 45-50 anni) siano associati positivamente e significativamente ad operazioni di acquisizione. La giovane età dei CEO sembrerebbe far aumentare la propensione ad effettuare un'offerta di acquisizione di oltre il 20% rispetto al caso in cui il CEO in esame risulti più vecchio e conseguentemente con un livello di testosterone più basso.

Dal punto di vista dell'impresa target invece, un CEO giovane contribuirebbe ad accrescere la propensione ad accettare un'offerta di acquisto del 2%. Anche questa categoria di CEO è dunque risultata positivamente correlata ad operazioni di acquisizione. Questi risultati supportano fortemente l'associazione tra testosterone (misurato utilizzando come proxy l'età dei CEO) ed operazioni di acquisizione. Tuttavia il mandato, a differenza dell'età, non si è dimostrato avere effetti significativi su tali operazioni. L'effetto del testosterone resta significativo dal punto di vista statistico anche per operazioni di acquisizione effettuate a seguito di un primo rifiuto all'acquisizione.

Questo studio¹¹⁹, tuttavia, presenta dei limiti. I dati risalgono ad un database creato nel 1973, effettuando analisi basate sull'età anagrafica. Teoricamente, i risultati si sarebbero dovuti basare su campioni di saliva dei CEO (che avrebbero dovuto determinare i conseguenti livelli di testosterone); in pratica, sebbene sia stata utilizzata l'età anagrafica come da programma, i livelli di testosterone sono stati osservati e misurati attraverso indicatori differenti come peso, esercizio fisico, caffeina, fumo.

In conclusione, gli autori sostengono che la ricerca di una correlazione tra livello di testosterone e operazioni di M&A derivi dalla mancata correlazione tra durata del mandato ed attitudine ad effettuare M&A, il testosterone, invece, giocherebbe un ruolo fondamentale nello spiegare la differenza attitudinale dei CEO, a seconda dell'età, ad effettuare operazioni rischiose.

¹¹⁹ LEVI M., LI K., ZHANG F., (2010), *Deal or no deal: Hormones and the mergers and acquisitions game*, Management Science, 56(9), 1462-1483.

4.3 Principali politiche rischiose adottate dal CEO: spese in ricerca e sviluppo.

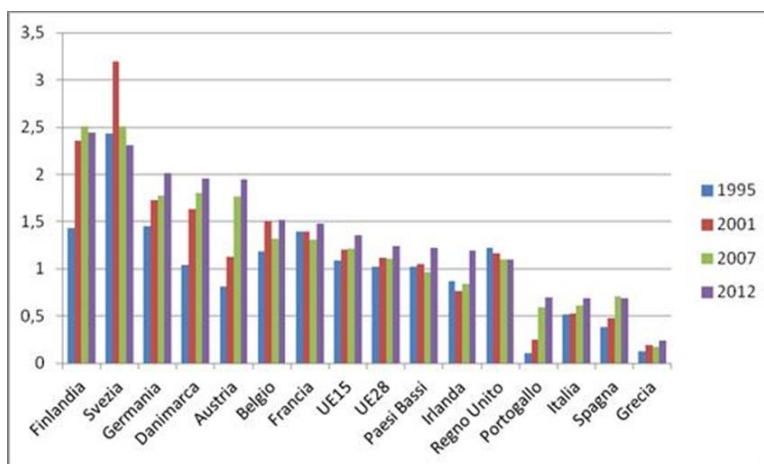
L'attività di ricerca e sviluppo (R&D) rappresenta una fonte fondamentale di vantaggio competitivo per l'impresa e, si realizza tramite l'innovazione di prodotto o di processo produttivo. A livello mondiale, negli ultimi tempi, si sta assistendo a radicali cambiamenti riguardanti gli investimenti e gli sforzi economici delle imprese in questo ambito¹²⁰.

La quota destinata all'R&D dei 34 Paesi dell'OCSE (Organization for Economic Cooperation and Development) più avanzati si è ridotta dal 90% al 70% negli ultimi anni. La crescita nell'ultimo quinquennio 2008-2012 è stata solamente dell'1,6%, addirittura la metà rispetto ai 7 anni precedenti. I bilanci statali, come noto da tempo, sono in una fase di grande contrazione e risulta sempre più oneroso sostenere gli investimenti privati (dal 10% al 20% del totale) con denaro pubblico. Sul fronte dell'innovazione avanzano però anche altri Paesi come la Corea (che nel 2012 occupava il primo posto nel mondo con circa il 4,36% di spesa in R&D sul PIL), Israele (con il 3,93%) e i BRICS.

Intanto, le economie avanzate frenano bruscamente; in Europa, come accadde già con i debiti sovrani, si sta procedendo ad una doppia velocità: da un lato vi sono i Paesi mediterranei come il Portogallo, la Spagna e l'Italia che restano stabilmente al di sotto della spesa media in R&D dell'OCSE e addirittura vedono queste percentuali non solo stagnare ma persino diminuire; dall'altro lato troviamo i Paesi nordici come Danimarca, Germania, Svezia e Finlandia che hanno una quota stabile di spese in innovazione sul PIL di circa il 2-2,5% che negli ultimi tempi è addirittura in aumento¹²¹. Questo doppio binario europeo è ben visibile nel seguente grafico:

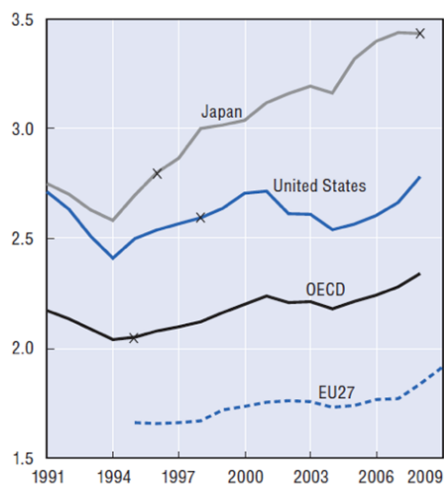
¹²⁰ LEV B., SOUGIANNIS T., (1996), *The capitalization, amortization, and value-relevance of R&D*, Journal of accounting and economics, 21(1), 107-138.

¹²¹ <http://www.infodata.ilssole24ore.com>

Figura 4.5 Percentuale della spesa in R&D delle imprese europee sul PIL

Fonte: Ocse

La Figura sopra riportata, mostra invece come, nonostante la Strategia di Lisbona varata nel 2000, il divario tra l'Europa e Paesi come Giappone, USA e quelli facenti parte dell'OCSE sia rimasto, oltre che profondo, anche sostanzialmente invariato:

Figura 4.6 Spesa in R&S in percentuale sul PIL

Fonte: OECD, Main Science and Technology Indicators

Da un punto di vista prettamente teorico, la funzione Ricerca e Sviluppo fornisce una solida base strategica per difendere, potenziare e ottenere vantaggi competitivi da parte di un'azienda nei confronti della concorrenza. Per Ricerca e Sviluppo si intende quindi la parte dell'impresa (composta da uomini, risorse finanziarie e mezzi) che viene dedicata allo studio delle innovazioni tecnologiche per migliorare sia i prodotti aziendali che i processi di produzione. Quando si parla di R&D si intende sia il processo che porta alla produzione di un'innovazione sia l'utilizzo di tale innovazione¹²².

Con riferimento alle innovazioni tecnologiche, si possono distinguere due tipologie principali:

- *Innovazioni di prodotto*: riguardano la variazione di qualsiasi tipologia di prodotto: materiale, immateriale, servizio; si verificano quando migliorano in modo significativo le caratteristiche di utilità o il packaging, oppure quando viene lanciato un nuovo prodotto e dunque aumenta la gamma di offerta sul mercato;
- *Innovazioni di processo*: effettuate al fine di migliorare l'efficienza dei cicli di lavorazione sia in produzione che in altre aree.

Un'altra classificazione può essere effettuata in relazione al grado di "novità" dell'innovazione, si distinguono pertanto innovazioni incrementali ed innovazioni radicali. Le prime producono progressivi miglioramenti di una situazione preesistente o della tecnologia e riguardano prevalentemente l'attività di sviluppo piuttosto che quella di ricerca. Le seconde invece coinvolgono quasi sempre la ricerca di base e danno vita a prodotti o processi completamente nuovi, rappresentando una vera e propria rottura con l'esistente¹²³. Tramite l'innovazione dunque l'impresa traduce le nuove conoscenze che ha acquisito in vario modo in realtà commerciali.

Come viene suggerito da entrambi i termini che ne compongono l'espressione, l'attività di R&D è formata da due momenti distinti:

- La *ricerca*: volta all'ideazione e alla sperimentazione di nuovi prodotti/processi, condotta quasi sempre in condizioni di laboratorio. Questa prima tipologia di attività è principalmente volta all'approfondimento della conoscenza (puramente scientifica o strategica);
- Lo *sviluppo* (o *ricerca applicata*): vede le invenzioni prodotte dalla ricerca trasformarsi in vere e proprie innovazioni ed assumere una dimensione economica. Questa seconda attività è principalmente volta alla ricerca di soluzioni pratiche o alla traduzione dei risultati della ricerca in possibili applicazioni commerciali.

La R&D è dunque la principale fonte di innovazione in azienda, ma non la sola. Un'impresa può decidere di adottare una tecnologia generata internamente nei la-

¹²² UTTERBACK J. M., ABERNATHY W. J., (1975), *A dynamic model of process and product innovation*, Omega, 3(6), 639-656.

¹²³ BRESCIANI S., FERRARIS A., (2012), *Imprese multinazionali : innovazione e scelte localizzative*, Maggioli Editore.

boratori di ricerca, ma può anche cercare di acquisirla in altri modi: processi di apprendimento (*learning by using, learning by doing*), contratti di licenza, accordi di collaborazione, *know-how*. Tutte le attività di progettazione possono essere volte sia alla diversificazione della produzione sia alla soddisfazione di nuovi bisogni sorti nelle menti dei consumatori.

Secondo Barker e Mueller¹²⁴ il background di un CEO, in particolare la sua specializzazione accademica e le aree di management nelle quali ha fatto esperienza, influenzerebbero maggiormente le spese in R&D rispetto a quanto si possa comunemente pensare. Le caratteristiche del CEO avrebbero dunque una più importante associazione con le spese in R&D rispetto ad altri fattori come le strategie di diversificazione.

I due autori hanno suddiviso l'esperienza di un CEO in categorie (finanza/contabilità, legale, produzione, amministrazione, marketing/vendite e ingegneria/R&D).

Durante l'analisi è stata monitorata l'influenza esercitata sui suddetti fattori da parte della proprietà d'impresa, della dimensione d'impresa, delle performance passate e delle strategie di diversificazione. I risultati hanno mostrato che CEO con lauree in materie scientifiche ed ingegneristiche risulterebbero maggiormente propensi a spendere in R&D rispetto ai laureati in legge. In maniera similare, i CEO con esperienza in aree tecniche e di marketing tenderebbero a privilegiare le spese in ricerca maggiormente rispetto a coloro che provengono da aree contabili o finanziarie. L'attributo personale che appare maggiormente correlato con le spese in R&D sembra tuttavia essere l'età: sarebbe logico infatti, per CEO più vecchi, focalizzarsi su obiettivi di breve termine rispetto ad investimenti longevi come la R&D¹²⁵. L'attività di ricerca e sviluppo costituisce dunque, per molte imprese, un'area di business che necessita di continui investimenti ed ingenti spese per poter restare al passo con il mercato e con i competitor. I CEO, essendo i principali decisori delle politiche strategiche finali d'impresa, possono quindi ritenersi i soggetti che più si prestano ad un'analisi approfondita che vede al suo interno una variabile strategica molto importante come le spese in R&D.

4.3.1 Età del CEO e spese in R&D

A differenza delle operazioni di M&A, per le quali la letteratura risulta essere piuttosto ridotta, un maggior numero di studi negli ultimi quindici anni ha esaminato quelli che possono essere definiti i fattori-chiave legati ad un incremento o ad una riduzione delle spese in Ricerca e Sviluppo di un'impresa. Spendere denaro in operazioni di R&D è una delle principali decisioni di investimento effettuata dai

¹²⁴ BARKER III V. L., MUELLER G. C., (2002), *CEO characteristics and firm R&D spending*, Management Science, 48(6), 782-801.

¹²⁵ GWYNNE P., (2003), *How CEO Characteristics Affect R&D Spending*, MIT Sloan Management Review.

top manager di numerose imprese. Tali investimenti vengono effettuati spesso per sviluppo di nuovi prodotti, processi o tecnologie e costituiscono un vero e proprio driver per un vantaggio competitivo futuro.

Molti ricercatori hanno esaminato in che modo le spese in R&D possano essere influenzate dal settore in cui opera l'impresa¹²⁶, dalla strategia d'impresa¹²⁷ o dagli azionisti istituzionali¹²⁸. Molto poco è stato fatto invece per esaminare ed approfondire la relazione esistente tra le caratteristiche di un CEO e le spese in R&D di un'impresa.

Daellenbach et al.¹²⁹, evidenziano nella loro ricerca come le caratteristiche del CEO varino in relazione alle spese in R&D di 52 imprese operanti in due settori: metalli primari e semiconduttori. In entrambi le spese più elevate in Ricerca e Sviluppo si sono mostrate positivamente correlate a CEO con maggiori esperienze lavorative "tecniche e pratiche" ma non ai livelli di educazione o esperienza dell'impresa. Anche questo studio presenta un limite evidente: il modello relativo alle variabili demografiche dei CEO si concentra esclusivamente su educazione, esperienza dell'impresa/settore, esperienza funzionale, tralasciando molte altre variabili che possono essere associate in maniera importante alle spese in R&D: l'età ne costituisce un esempio.

Barker e Mueller¹³⁰, hanno cercato di colmare le lacune emerse da questi studi conducendo una ricerca che analizzasse le caratteristiche personali del CEO ed il relativo impatto sulla variabile R&D. Secondo i due accademici le spese in R&D di un'impresa (comparate a quelle effettuate dai competitor del settore) varierebbero significativamente a seconda delle caratteristiche del CEO, anche dopo aver esaminato le strategie d'impresa, la sua struttura proprietaria ed ulteriori caratteristiche non personali. Le spese in R&D costituiscono un investimento che un CEO deve essere in grado di controllare e monitorare attentamente in un'impresa, sia perché rappresentano un investimento di lungo termine, peraltro con elevato grado di rischio dovuto ad elevata probabilità di fallimento, sia perché il CEO è la figura apicale dell'impresa, delegata a prendere le decisioni strategiche più importanti.

Barker e Mueller hanno effettuato diverse ipotesi concernenti gli investimenti in R&D:

¹²⁶ SCHERER F., (1984), *Using linked patent and R&D data to measure interindustry technology flows*, In *R&D, patents, and productivity* (pp. 417-464). University of Chicago Press.

¹²⁷ BAYSINGER B., HOSKISSON R. E., (1989), *Diversification strategy and R&D intensity in multiproduct firms*, *Academy of Management journal*, 32(2), 310-332.

¹²⁸ BAYSINGER B. D., KOSNIK R. D., TURK T. A., (1991), *Effects of board and ownership structure on corporate R&D strategy*, *Academy of Management journal*, 34(1), 205-214.

¹²⁹ DAELLENBACH U. S., MCCARTHY A. M., SCHOENECKER, T. S., (1999), *Commitment to innovation: The impact of top management team characteristics*, *R&D Management*, 29(3), 199-208.

¹³⁰ BARKER III V. L., MUELLER G. C., (2002), *CEO characteristics and firm R&D spending*, *Management Science*, 48(6), 782-801.

- Le spese in R&D di un'impresa sarebbero correlate negativamente all'età del CEO;
- Le spese in R&D di un'impresa risulterebbero correlate negativamente al mandato del CEO;
- Le spese in R&D di un'impresa dipenderebbero dalle esperienze fatte dal CEO durante la propria carriera.

Appare dunque dalla letteratura che, con l'avanzare dell'età del CEO, vi sia un aumento dell'avversione al rischio e una maggior cautela nelle scelte gestionali nella conduzione dell'impresa¹³¹. Le spese in R&D rappresentano un rischio per l'impresa poiché, sottraendo quote di profitti da destinare alla ricerca, possono avere un pay-off incerto nel lungo termine. Inoltre, partendo dal presupposto che CEO anziani avrebbero pochi anni a disposizione prima di terminare il proprio mandato, il pay-off futuro di eventuali spese in R&D non li farebbe beneficiare personalmente di una retribuzione maggiore o di bonus nel breve termine. Dechow e Sloan¹³², infatti, evidenziano che i CEO spesso riducano le spese in R&D negli anni prossimi al loro ritiro ed alla loro conseguente uscita dall'impresa; d'altro canto CEO più giovani risulterebbero maggiormente propensi al rischio e, in questo caso, maggiormente favorevoli a destinare risorse in R&D poiché la loro carriera avrebbe un orizzonte temporale più esteso rispetto a CEO più anziani.

I ricercatori che si sono occupati di studiare il mandato dei CEO sostengono che essi tenderebbero ad effettuare sempre meno cambiamenti nelle strategie d'impresa all'aumentare degli anni di servizio¹³³. Questa decrescita nei cambiamenti strategici avviene poiché ad ogni incremento annuale del loro mandato, i CEO, diventano sempre più impegnati ad implementare il loro paradigma personale su come l'impresa debba essere guidata. I CEO con mandato più longevo perdono quindi interesse ad effettuare cambiamenti nell'organizzazione aziendale in quanto gli incentivi al cambiamento diminuiscono. I CEO avrebbero poco interesse a perseguire strategie di innovazione attraverso elevate spese in R&D preferendo porre la loro attenzione sul mantenimento dell'efficienza e della stabilità d'impresa¹³⁴, inoltre, imprese adottanti strategie "di prospettiva futura" sarebbero, per la quasi totalità, guidate da CEO la cui carica perdura da periodi piuttosto brevi; in antitesi, imprese

¹³¹ HAMBRICK D. C., MASON P. A., (1984), *Upper echelons: The organization as a reflection of its top managers*, Academy of management review, 9(2), 193-206.

¹³² DECHOW P. M., SLOAN R. G., (1991), *Executive incentives and the horizon problem: An empirical investigation*, Journal of accounting and Economics, 14(1), 51-89.

¹³³ SMITH K. G., GRIMM C. M., GANNON M. J., CHEN M. J., (1991), *Organizational information processing, competitive responses, and performance in the US domestic airline industry*, Academy of Management journal, 34(1), 60-85.

¹³⁴ KETCHEN D. J., THOMAS J. B., SNOW C. C., (1993), *Organizational configurations and performance: A comparison of theoretical approaches*, Academy of management journal, 36(6), 1278-1313.

che seguono strategie “di difesa” (enfaticizzando l’efficienza) tenderebbero ad essere guidate da CEO in carica da molti anni¹³⁵.

L’influenza della carriera e del background culturale di un amministratore delegato sui processi decisionali hanno suscitato notevole interesse nei ricercatori di management negli ultimi anni¹³⁶.

Un importante contributo alla letteratura è stato fornito da Cazier¹³⁷, cercando di dare risposta a due quesiti fondamentali:

Che relazione esiste tra l’età di un CEO e la sua propensione a spendere in R&D?

E’ vero che un CEO sarebbe propenso a tagliare gli investimenti in R&D quando si avvicina al ritiro?

L’autore introduce il concetto di *horizon problem*, teoria secondo la quale i CEO, man mano che si avvicinano al ritiro, diventerebbero sempre meno lungimiranti. I CEO, nei primi anni di mandato, sono spesso soggetti a costi legati alla loro reputazione che li portano (attraverso incentivi) ad investire nella profittabilità di lungo termine dell’impresa; ci si aspetta che questi incentivi decrescano man mano che i CEO si avvicinano al ritiro. Poiché le spese in R&D non portano ricavi immediati al momento dell’investimento ma generano entrate solo in un secondo tempo, la miopia dei CEO si dovrebbe manifestare attraverso una conseguente riduzione annuale nelle spese in innovazione.

Butler e Newman¹³⁸ sono stati i primi a testare empiricamente questa ipotesi, senza trovare alcuna evidenza di tagli nelle spese in R&D di un campione di CEO all’ultimo anno di servizio in azienda. Dechow e Sloan invece, focalizzandosi su imprese operanti in settori ad alta intensità di innovazione, hanno osservato che i tassi di crescita nella R&D sarebbero significativamente minori nell’anno del ritiro di un CEO.

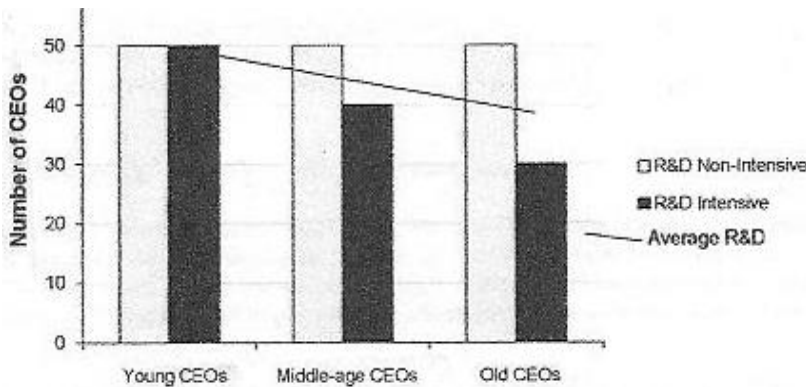
¹³⁵ THOMAS A. S., RAMASWAMY K., (1996), *Matching managers to strategy: further tests of the Miles and Snow typology*, British Journal of Management, 7(3), 247-261.

¹³⁶ DEARBORN D. C., SIMON H. A., (1958), *Selective perception: A note on the departmental identifications of executives*, Sociometry, 140-144.

¹³⁷ CAZIER R. A., (2011), *Measuring R&D curtailment among short-horizon CEOs*, Journal of Corporate Finance, 17(3), 584-594.

¹³⁸ BUTLER S. A., NEWMAN H. A., (1989), *Agency control mechanism effectiveness and decision making in an executive's final year with a firm*, Journal of Institutional and Theoretical Economics (JITE)/Zeitschrift für die gesamte Staatswissenschaft, 451-464.

Figura 4.7 The effect of survivorship bias on the relationship between R&D and CEO age tenure

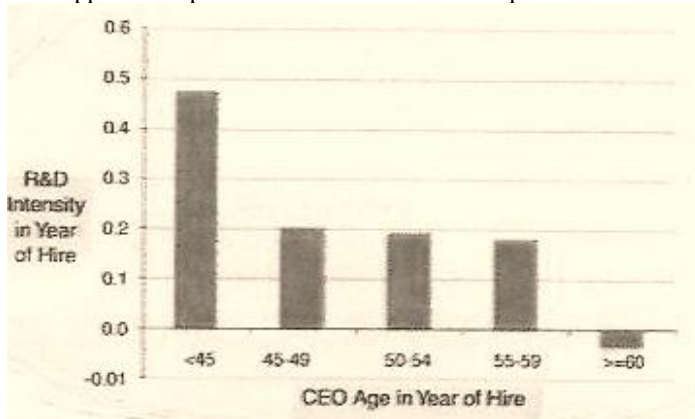


Fonte: Cazier R. A. (2011), Measuring R&D curtailment among short-horizon CEOs, *Journal of Corporate Finance*

In questo scenario, i CEO giovani sono distribuiti in equa parte tra le due tipologie di imprese; col tempo questi CEO raggiungeranno il termine medio del loro mandato quindi pochi CEO di imprese ad elevata intensità di R&D rimarranno nel campione a causa della tendenza di queste ultime ad essere depennate. Andando avanti con gli anni, i CEO ormai vicini al ritiro (“i vecchi CEO”) di tali società spenderanno ancora meno, contribuendo ad abbassare ulteriormente la spesa media in R&D. L’associazione tra età dei CEO e spese in R&D risulterebbe pertanto essere negativa. Queste affermazioni circa l’horizon problem trovano conferma nel caso in cui si consideri l’età del CEO come variabile centrale di analisi.

Un altro fattore contribuisce alla conferma della relazione negativa tra età di un CEO ed intensità in spese di R&D: la crescente domanda di CEO nelle imprese che investono fortemente in innovazione¹³⁹. Tale tipologia di imprese tende, per caratteristiche intrinseche al settore di appartenenza, a perseguire strategie di crescita che possono richiedere un CEO maggiormente energico o più giovane producendo una relazione negativa tra spese in R&D ed età del CEO. Cazier ha analizzato 955 nuovi CEO assunti tra il 1997 ed il 2006 in società ad alta intensità di innovazione, raggruppandoli a seconda della loro età anagrafica posseduta nell’anno di assunzione. La Figura 4.8 mostra una relazione negativa e monotona tra l’età di un CEO al momento della sua assunzione e l’intensità in R&D delle imprese in quel determinato momento:

¹³⁹ CAZIER R. A., (2009), *R&D Spending Among Short-Horizon CEOs: A Re-Examination*, SSRN 1532270.

Figura 4.8 Rapporto tra spese in R&S e età del CEO nel primo anno di mandato

Fonte: Cazier R. A. (2011), Measuring R&D curtailment among short-horizon CEOs, *Journal of Corporate Finance*

L'altezza di ogni istogramma rappresenta l'intensità media relativa agli investimenti in R&D per i CEO facenti parte di una specifica fascia d'età. Alcuni test di correlazione lineare hanno mostrato, a supporto di tale rappresentazione grafica, che l'età di un CEO nel periodo dell'assunzione sarebbe associata negativamente alle spese in R&D di un'impresa. Questa relazione è stata rilevata in ciascun anno dell'arco temporale considerato, tali evidenze empiriche non mostrerebbero però alcuna connessione con il problema dell'orizzonte. I test effettuati da Cazier costituiscono dunque un contributo importante per quando riguarda lo studio della relazione tra età/mandato di un CEO e spese in R&D. Le regressioni effettuate hanno contribuito a rafforzare le ipotesi, effettuate in precedenza, secondo le quali i CEO più anziani tenderebbero ad investire meno risorse in innovazione. Inoltre è stato evidenziato che imprese ad elevata intensità di R&D tenderebbero ad assumere CEO più giovani. Questo è dunque un altro fattore rilevante che può ricondurre alla relazione negativa età-spesa in R&D.

4.4 Analisi empirica

La letteratura sostiene che i CEO più anziani, per una serie di motivazioni, tra le quali le minori energie a disposizione, minore lungimiranza ed il minore quantitativo di testosterone, risulterebbero maggiormente propensi a mantenere lo status quo aziendale piuttosto che dedicarsi ad operazioni di crescita esterna come acquisizioni o di sviluppo interno come investimenti in R&D. Le due ipotesi principali che verranno analizzate da un punto di vista empirico sono le seguenti:

- età del CEO ed operazioni di acquisizione risulterebbero negativamente correlate, a dimostrazione di come CEO più anziani tendano a preferire politiche maggiormente conservative;
- età del CEO e spese in R&D risulterebbero negativamente correlate, a dimostrazione di come CEO anziani difficilmente riescano a godere dei benefici (di lungo termine) portati da tale tipologia d'investimento.

La spesa media in acquisizioni è stata di 211.123,33\$ contro una spesa media di 69.408,75\$ per la Ricerca e Sviluppo. Le operazioni di acquisizione oscillano da un valore minimo di 100\$ a un massimo di 21.456.000\$; gli investimenti in R&D sono invece compresi in un range che vede come valore minimo 1.100\$ e come massimo 9.275.000\$. Salta subito all'occhio come gli investimenti in operazioni di acquisizione risultino molto maggiori rispetto a quelli in innovazione, a dimostrazione di come la crescita per linee esterne sia probabilmente un'operazione strategica tra le più dispendiose in azienda.

L'età, ai fini delle regressioni effettuate, è stata impostata come variabile indipendente (X), mentre spese in acquisizioni e R&D come variabili dipendenti (Y):

$$\text{ACQUISITIONS} = \beta_0 + \beta_1 \text{ceo age} + \varepsilon$$

$$\text{R\&D} = \beta_0 + \beta_1 \text{ceo age} + \varepsilon$$

Anche in questo caso β_0 è una costante che non merita particolare menzione ai fini dell'analisi, β_1 è un coefficiente che misura l'impatto della variabile *ceo age* sulle due variabili dipendenti; ε corrisponde alla variabile casuale errore nella regressione. I p-value sono stati ottenuti mediante le stesse procedure effettuate nel caso delle retribuzioni, tuttavia il livello di significatività considerato è leggermente cambiato: i β_1 ottenuti sono risultati entrambi consistenti, in riferimento però ad un livello di significatività del 5% e non più dell'1%, poiché superiori a quest'ultimo.

La figura seguente mostra infatti come le probabilità di errore in questi due casi risultino leggermente maggiori rispetto a quelle ottenute dalle regressioni effettuate sulle retribuzioni (per le quali il valore soglia di riferimento era 0.01), restando tuttavia sempre molto vicine all'intorno appena citato:

Figura 4.9 Risultati della regressione lineare: età del CEO

Dependent Variable: M_A Method: Panel EGLS (Cross-section random effects) Date: 10/25/15 Time: 10:55 Sample: 1997 2014 Periods included: 18 Cross-sections included: 10 Total panel (balanced) observations: 180 Swamy and Arora estimator of component variances				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	3119324.	1282752.	2.431745	0.0160
CEO_AGE	-47259.81	22305.97	-2.118706	0.0355

Dependent Variable: R_D Method: Panel EGLS (Cross-section random effects) Date: 10/25/15 Time: 10:58 Sample: 1997 2014 Periods included: 18 Cross-sections included: 10 Total panel (balanced) observations: 180 Swamy and Arora estimator of component variances				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-252946.5	240106.5	-1.053475	0.2936
CEO_AGE	9529.934	3944.881	2.415772	0.0167

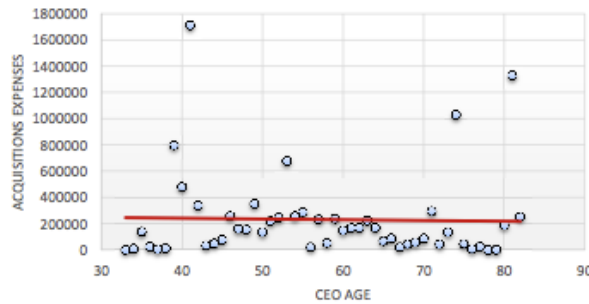
Fonte: Elaborazione propria

Il p-value nel primo caso (spese effettuate in operazioni di acquisizione) è risultato pari a 0.0355 e nel secondo caso (spese sostenute per la Ricerca e Sviluppo) pari a 0.0167. Tali risultati mostrano che:

- Il livello di significatività 0.01 risulta oltrepassato, seppur di poco, sebbene il livello successivo 0.05 risulti ancora molto lontano dai valori ottenuti. Tale risultato conferma il fatto che l'età eserciti un'influenza "significativa" anche su operazioni di acquisizione ed investimenti in Ricerca e Sviluppo;
- Il p-value inerente le operazioni di acquisizione è leggermente superiore rispetto a quello relativo a spese in R&D, evidenziando come l'influenza esercitata dall'età sulla seconda variabile sia leggermente superiore rispetto alla prima. Ciò nonostante, in entrambi i casi però si continua a parlare di livelli di significatività piuttosto elevati (del 5% ma molto prossimi all'1%).

I risultati confermano dunque le ipotesi effettuate, evidenziando come l'età eserciti una significativa influenza sia su operazioni di acquisizione sia su investimenti in innovazione. Tale influenza risulterebbe però leggermente superiore nel caso delle spese in R&D. Verranno ora analizzati graficamente (attraverso diagrammi a dispersione) i due casi in esame, al fine di ottenere ulteriori conferme relativamente alle evidenze appena osservate.

Figura 4.10 Diagrammi a dispersione: correlazione tra età di un CEO e spese sostenute in operazioni di acquisizione/R&D (dati in migliaia)



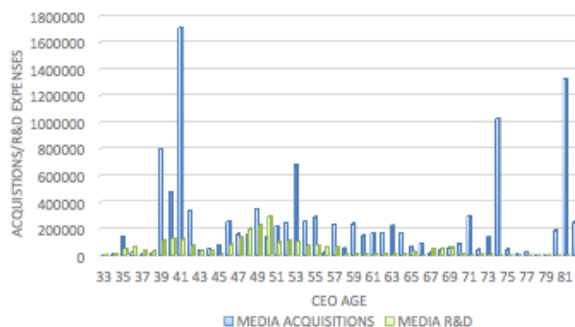
Fonte: Elaborazione propria

Ciascun punto, in ogni diagramma, rappresenta le spese medie (effettuate, rispettivamente, in operazioni di acquisizione ed innovazione) per ciascun anno di età dei CEO campionati. In entrambi i diagrammi le rette di regressione hanno inclinazione negativa (dall'alto verso il basso e da sinistra a destra): tale inclinazione sta a significare che la correlazione esistente tra l'età di un CEO e le due variabili strategiche in analisi è negativa, a differenza di quella esistente tra età e componenti retributive.

Ponendo attenzione alla distribuzione dei punti sui grafici si può evincere come, a partire dagli anni 50, i punti tornino in pianta stabile al di sotto della retta di regressione (soprattutto nel secondo diagramma). Più nel dettaglio, dai 40 ai 50 anni, la spese medie in R&D osservano un notevole incremento dal punto di vista quantitativo; lo stesso accade, seppur in maniera meno accentuata, per le acquisizioni. A partire dai 50 anni è piuttosto evidente un calo costante relativamente a tali spese.

Entrambe le rappresentazioni mostrano, in particolar modo la seconda, come il divario tra le spese effettuate da CEO giovani (< 50 anni) e da CEO in età più avanzata (> 50 anni) risulti piuttosto elevato, evidenziando come i CEO dai 60 ai 66 anni e con più di 70 anni risultino essere i più conservativi e restii ad intraprendere politiche rischiose e dispendiose dal punto di vista sia monetario che mentale (propensione invece molto più accentuata nei CEO tra i 40 ed i 53 anni). I CEO con età inferiore ai 40 anni spendono invece un quantitativo mediamente minore probabilmente perché per molti di essi, trattandosi dei primi anni di servizio, il potere necessario a convincere l'azienda ad intraprendere politiche tanto rischiose potrebbe essere ancora basso anche a causa della possibile incognita data dalle loro abilità professionali ancora da dimostrare. Il grafico seguente mostra l'andamento congiunto delle due variabili strategiche, al fine di poter avere un miglior impatto visivo circa le osservazioni effettuati nei diagrammi a dispersione:

Figura 4.11 Relazione tra età di un CEO e spese in acquisizione/innovazione (dati in migliaia)



Fonte: Elaborazione propria

Anche in quest'ultima rappresentazione grafica del fenomeno risulta particolarmente evidente la progressiva decrescita negli investimenti al crescere dell'età del Ceo. È chiaramente osservabile come la parte sinistra del grafico presenti istogrammi mediamente più elevati (in molti casi con tetti di spesa superiori ai 100.000\$) mentre la parte destra del grafico, eccezion fatta per i due picchi relativi alle acquisizioni, presenta invece livelli medi di spesa piuttosto bassi (al di sotto dei 100.000\$), specialmente tra i 67 ed i 69 anni e tra i 75 ed i 79 anni.

Le rappresentazioni grafiche hanno fornito ulteriori conferme ai risultati emersi dalle regressioni, evidenziando ancora una volta l'esistenza di una relazione negativa ma significativa tra età di un CEO e propensione ad intraprendere politiche rischiose.

I risultati ottenuti, sia dal punto di vista grafico che prettamente statistico, si sono rivelati in linea con quanto ipotizzato dalla letteratura per quanto concerne le politiche rischiose. Infatti CEO più giovani, energici, con un livello di testosterone più elevato e con maggior desiderio di mostrare le proprie abilità professionali risultano maggiormente propensi ad effettuare operazioni di acquisizione. La loro energia, l'orizzonte temporale lavorativo ampio e la maggior aggressività nell'ambito lavorativo sono tutti fattori che possono essere considerati cruciali per spiegare la loro maggiore propensione al rischio.

5

Retribuzione del CEO

Il quarto ed ultimo filone di ricerca che caratterizza questo lavoro prende in considerazione un aspetto fondamentale dello studio delle caratteristiche del CEO e cioè la sua retribuzione. Naturalmente, analizzando gli effetti della retribuzione del CEO sulla performance dell'impresa e, più specificatamente esaminando le teorie che influiscono sulla relazione pay-performance dello stesso, non si può fare a meno di introdurre il concetto della teoria dell'agenzia. È, infatti, questa teoria che giustifica e plasma i sistemi retributivi del CEO adottati dalla maggioranza delle imprese quotate. In questo capitolo si intende in primo luogo dare una chiave di lettura nuova al concetto di teoria dell'agenzia applicandola alla retribuzione del CEO e, in secondo luogo, fornire una visione più chiara dei modelli che esplicitano la relazione tra potere decisionale del CEO in materia retributiva e le implicazioni sulla governance dell'impresa. Appare necessario infine fornire una visione quantitativa del fenomeno prendendo come base di dati il database elaborato per tale scopo. Nelle forme moderne di imprese quotate, ad azionariato diffuso, nelle quali la proprietà dell'impresa spesso differisce dalla sua figura guida e quindi dal suo CEO, ci si trova davanti ad uno dei problemi di governance a cui studiosi e professionisti del settore non sono, o lo sono in parte, riusciti a trovare una soluzione: è il problema del principale-agente.

La teoria dell'agenzia o più comunemente modello principale-agente è un concetto introdotto nella letteratura economica e di gestione delle imprese da Jensen e Meckling nel 1976. Essi infatti ne danno la seguente definizione: “un contratto in base al quale una o più persone (principale) obbliga un'altra persona (agente) a ricoprire per suo conto una data mansione, che implica una delega di potere all'agente.”¹⁴⁰

Obiettivi di apprendimento

In questo capitolo discuteremo di:

- La retribuzione del CEO ed Theory agency
 - La retribuzione del CEO e la governance
 - Modalità di retribuzione
 - Analisi empirica
-

¹⁴⁰ JENSEN M., MECKLING W. H., (1976), *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure*, Journal of Financial Economics, vol. 3, n° 4, pp. 305-360.

5.1 La retribuzione del CEO: allo stesso tempo causa e soluzione al problema dell'agenzia.

La teoria dell'agenzia mette dunque in luce i problemi che derivano dalla divergenza di interessi tra le due parti. Il principale, quindi il detentore della proprietà dell'impresa, sia esso un singolo individuo o come più spesso accade nelle società quotate ad azionariato diffuso, una pluralità di individui, avrà come obiettivo la sopravvivenza e la prosperità dell'impresa nel lungo periodo. Per esempio nelle imprese familiari, l'obiettivo sarà la sopravvivenza dell'impresa nelle generazioni future. Al contrario, l'agente, colui che si trova nella posizione di dirigere l'impresa avendo un mandato, seppur pluriennale e in certi casi decennale, limitato nel tempo, ricercherà, data la precarietà del suo ruolo in seno all'impresa, la massimizzazione del profitto personale.

L'agente, dalla sua parte, è forte dell'asimmetria informativa riguardanti le scelte gestionali poste in essere e sulle conseguenze che queste scelte avranno sullo svolgimento e sulla prosperità dell'attività d'impresa.

Un rapporto contrattuale di tale natura appare dunque incompleto e sbilanciato a favore dell'agente che, come già accennato, avendo larga possibilità di manovra e discrezionalità nella divulgazione delle informazioni al principale, potrebbe porre in essere comportamenti scorretti nei confronti della proprietà o pregiudizievoli per il corretto svolgimento dell'attività di impresa.

L'opportunismo generato dall'asimmetria informativa genera quindi due problemi.

La selezione avversa o opportunismo *ex ante* è definito come quel comportamento pregiudizievole e scorretto nei confronti del principale con cui l'agente, pur di farsi assumere, fornirà informazioni incomplete o fuorvianti sulle proprie capacità nel dirigere l'impresa quindi danneggiando il principale data la sua incapacità di rispettare i propri impegni nell'esecuzione del contratto. La selezione avversa è dunque quel comportamento scorretto nella fase di stipula del contratto che porta a selezionare individui (nel modello principale-agente¹⁴¹) inadatti al ruolo che devono ricoprire.

L'azzardo morale o opportunismo *ex post* è, invece, il comportamento scorretto messo in atto dall'agente nell'esecuzione delle sue obbligazioni contrattuali, ma in presenza di asimmetria informativa.

¹⁴¹ La selezione avversa viene qui descritta nell'ambito della governance dell'impresa dove oggetto del contratto sono gli individui che devono ricoprire cariche direzionali dell'impresa stessa ma la selezione avversa può riguardare anche lo scambio di beni o prodotti finanziari. Si veda per esempio la teoria dei limoni:

AKERLOF G., (1970), *The Market for Lemons: Quality Uncertainty and the Market Mechanism*;

HOFFER G. E., PRATT M. D., (1987), *Used vehicles, lemons markets, and Used Car Rules: Some empirical evidence*. Journal of Consumer Policy. Springer Netherlands, Volume 10, Numero 4.

La teoria dell'agenzia suppone quindi che le due parti cerchino di massimizzare il proprio profitto a scapito del profitto dell'altro in quanto gli interessi dell'uno divergono da quelli dell'altro.

Tuttavia dalle prime analisi del fenomeno si è cercato di far fronte a questo grave problema di governance e sono state elaborate alcune soluzioni che in parte mitigano il rischio derivante da questa teoria.

5.1.1 Il monitoring, primo strumento per mitigare il problema dell'agenzia.

Il primo strumento utilizzato per mitigare tale rischio è il monitoring, vale a dire un sistema di produzione delle informazioni e di sorveglianza delle decisioni del CEO.

L'assemblea degli azionisti -che ha il potere di nominare e revocare i membri del consiglio d'amministrazione, di approvare il bilancio e di decidere su argomenti rilevanti per lo svolgimento dell'attività dell'impresa- svolge un primo controllo sull'operato del CEO; tuttavia, per la discrezionalità delle informazioni che il CEO decide di divulgare e, per l'asimmetria informativa tra CEO e azionisti, risulta difficile un controllo approfondito sul reale andamento dell'impresa.

L'attività di monitoraggio delle attività aziendali rappresenta però un costo, sia in termini di tempo che di denaro (*costly state verification*) per gli azionisti e, l'onere del monitoraggio rende il contratto azionario meno desiderabile e spiega, ma solo in parte, perché le azioni non sono lo strumento maggiormente utilizzato per finanziare le aziende¹⁴².

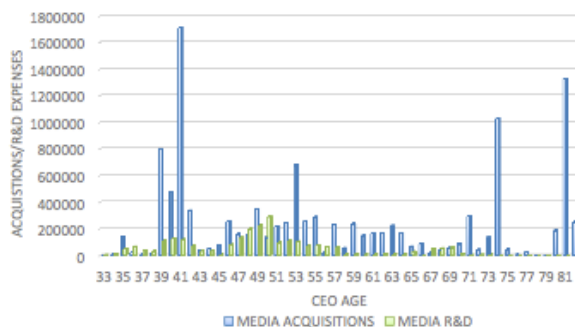
Inoltre, un rapporto della Commissione Europea¹⁴³ del 2014 indica che la maggior parte degli azionisti delle imprese quotate non risiede nel paese in cui l'impresa ha sede e ciò pone il problema della più ampia partecipazione possibile degli azionisti nel presenziare ai *shareholders meetings*. È infatti interessante notare attraverso l'ausilio della figura 5.1, che indica la percentuale di azionisti esteri sulla *market capitalisation* totale dei diversi Stati Membri dell'Unione Europea, come, per i quattro Stati Membri con la più ampia capitalizzazione di mercato e il più alto numero di imprese quotate, gli investitori esteri detengano tra il 40% e il 50% delle azioni e questa quota è passata dal 10% nel 1975 al 44% nel 2011.¹⁴⁴

¹⁴² MISHKIN F.S., EAKINS S.G., FORESTIERI G., (2011), *Istituzioni e mercati finanziari*, Pearson Prentice Hall, Milano, pp 396-398.

¹⁴³ Action Plan on European company law and corporate governance (IP/12/1340); Communication on the long-term financing of the European economy published, (2014), IP/14/320.

¹⁴⁴ OBSERVATOIRE DE L'ÉPARGNE EUROPÉENNE- OEE, INSEAD OEE DATA SERVICES, *Who owns the European economy? Evolution of the ownership of EU-listed companies between 1970 and 2012*, (2012), pp 20-33.

Figura 5.1 Quota di investitori esteri per le maggiori imprese degli Stati Membri dell'UE



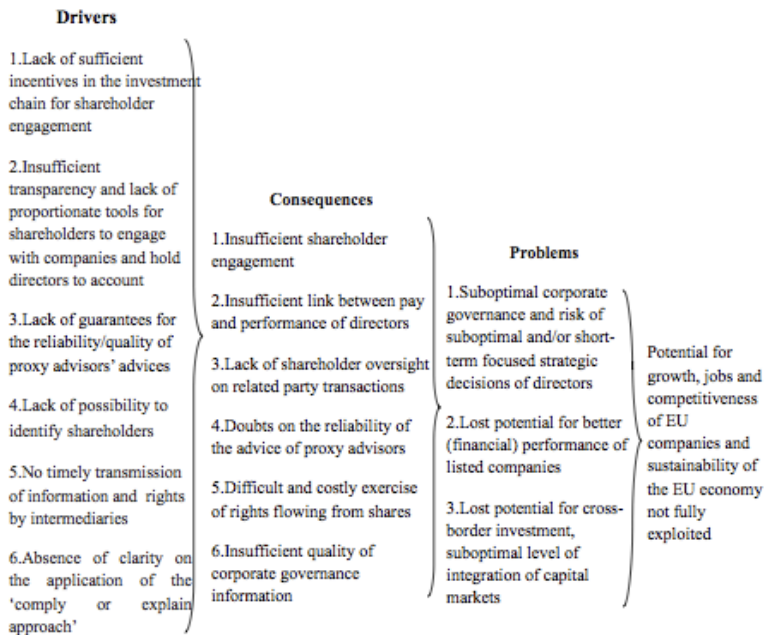
Fonte: Observatoire de l'épargne européenne

L'engagement degli azionisti si deve quindi tradurre in un ruolo attivo degli stessi nell'instaurare un dialogo costruttivo con il board aziendale usando i propri diritti di voto per migliorare il controllo sulla governance e la performance aziendale sul mercato azionario. Tuttavia l'impegno degli azionisti nelle vicende dell'impresa è, come ricordato prima, reso più difficile dall'aumento del numero di holding transnazionali. Questa crescente complessità organizzativa delle imprese quotate rende ancora più arduo per l'azionista avere informazioni chiare, dettagliate e veritiere sulla governance dell'impresa e delle sue eventuali holding.

Nonostante le difficoltà riscontrate per l'azionista nell'avere informazioni dettagliate sulle imprese, la Commissione Europea indica che la tendenza degli investitori è quella di avere un ruolo sempre più attivo nella partecipazione alla vita dell'impresa in quanto queste strategie di controllo più pervasivo permettono un duplice miglioramento: sia delle performances dell'impresa sia dei rendimenti generati per gli azionisti.

Nel medesimo studio della Commissione Europea¹⁴⁵ si è inoltre cercato di schematizzare i driver, le conseguenze e i problemi che scaturiscono da una mancata o parziale presenza di controlli da parte degli azionisti.

¹⁴⁵ Action Plan on European company law and corporate governance IP/12/1340; Communication on the long-term financing of the European economy, (2014), IP/14/320.

Figura 5.2 Controllo degli azionisti sull'operato del CEO

Fonte: Commissione Europea.

La recente crisi economico-finanziaria ha dimostrato come il controllo degli azionisti sulle attività dell'impresa non sia stato sufficiente. L'azionariato ha mancato il suo ruolo di controllo dell'operato del management nel lungo termine, arrivando finanche ad incentivare comportamenti che aumentassero la redditività a breve termine¹⁴⁶, per esempio tramite l'utilizzo di strumenti finanziari malsani come i derivati, perdendo di vista la salubrità economica e finanziaria nel lungo periodo, forse basandosi sulla frase che troppo spesso si è sentita ripetere come un mantra dai vari manager: *too big to fail* (troppo grandi per poter fallire).

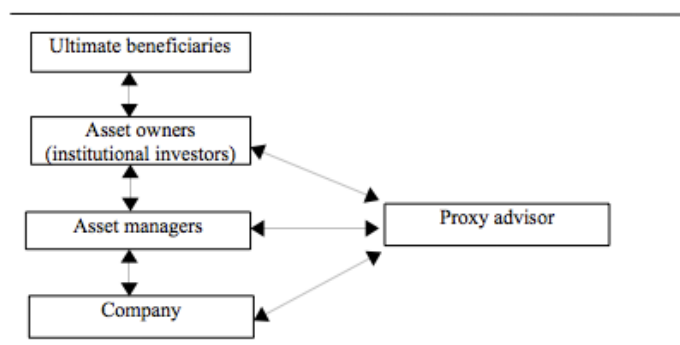
Un recente studio dell'Organisation for Economic Co-operation and Development (OECD) ha messo in luce un'altro aspetto importante riguardante il livello subottimale del monitoraggio degli azionisti sulle decisioni aziendali. In questo studio si sottolinea come il disallineamento degli interessi tra azionisti e manager conduca questi ultimi a incoraggiare la vendita delle azioni degli "azionisti più coinvolti" nell'impresa privilegiando il trader anonimo e scoraggiando la produzione di informazioni¹⁴⁷. Tuttavia è importante ricordare che il minor coinvolgimento degli

¹⁴⁶ Vedere i risultati dello studio di ERKENS D. H., HUNG M., MATOS P., (2010), *Corporate governance in the 2007-2008 Financial Crisis: Evidence from Financial Institutions Worldwide*, Journal of Corporate Finance, Vol. 18, N°2, pp 389-411, paragrafo 4.2.

¹⁴⁷ OECD, *The role of institutional investors in promoting good corporate governance*, p. 10.

azionisti nel sorvegliare la gestione della buona governance dell'impresa deriva da una mancanza di incentivi, attraverso il sistema dell'equity investment chain, a creare un maggior valore economico derivante dall'efficienza e dalla maggiore competitività dell'impresa in cui si investe. Lo schema riportato nella Figura 26 mostra come vi sia una somma di asimmetrie informative per cui l'impresa (company) fornisce informazioni ai manager dei fondi d'investimento (asset manager), i manager dei fondi forniscono determinate informazioni ai proprietari dei fondi di investimento (asset owner) e a loro volta forniscono informazioni in merito alle imprese ai beneficiari finali (ultimate beneficiarie) cioè ai detentori delle azioni delle imprese in oggetto. Questo passaggio di informazioni determina un maggior rischio di asimmetria informativa e un maggior rischio di effettuare investimenti basandosi su di una rappresentazione della realtà distorta.

Figura 5.3 Schema dell'equity investment chain



Fonte: Commissione Europea.

Inoltre, è opportuno considerare il fatto che non ci sia una definizione condivisa, almeno in seno all'Unione Europea, di shareholder. Per cui non è sempre chiaro chi possiede il titolo di esercitare il diritto di voto nell'assemblea degli azionisti, se il piccolo azionista detentore delle quote o il fondo d'investimento tramite il quale, l'azionista, ha acquistato le quote societarie¹⁴⁸.

Generalmente gli intermediari agiscono per conto degli investitori per cui trasferiscono i diritti derivanti dalle azioni (i dividendi) ai beneficiari finali e in certi casi esercitano il diritto di voto derivante dalle azioni per conto dell'investitore. In pratica è sempre più il manager del fondo che decide come e cosa votare e ciò implica una esclusione dell'azionista dal controllo sulla governance dell'impresa di cui lui detiene delle quote¹⁴⁹.

¹⁴⁸ L'International Corporate Governance Networks chiede chiarimenti in merito alla definizione dei ruoli degli asset owners e dei fund manager. Cfr <https://www.icgn.org/best-practice>. In pratica i manager dei fondi giocano un ruolo chiave nelle decisioni di voto.

¹⁴⁹ *The Kay Review of UK Equity Markets and Long-Term Decision Making, Final Report*, (2012), pag 6.

Infine i proxy advisor, quei soggetti che forniscono professionalmente raccomandazioni di voto, svolgono un ruolo fondamentale per gli investitori istituzionali ai quali prestano il loro servizio, ma poiché detengono grandi quantità di titoli nei loro portafogli azionari non possono avere una perfetta conoscenza dell'operato dei singoli manager. Tuttavia, data la scarsa regolamentazione comunitaria in materia, è stata sottolineata, sia dagli investitori che dalle imprese, la scarsa trasparenza delle metodologie adottate dai proxy advisor in materia di consulenza agli azionisti poiché non terrebbero in considerazione le peculiarità delle legislazioni nazionali e le prassi di governance applicabili alle società quotate. In conclusione, la figura dei proxy advisors rappresenta un'ulteriore motivo di conflitto di interesse tra CEO e azionisti, si pensi ad esempio al proxy advisor con un ruolo di consulenza di governance in seno ad un'impresa quotata e che contemporaneamente debba esprimere raccomandazioni di voto agli investitori, suoi clienti, in merito alla governance dell'impresa della quale è consulente¹⁵⁰.

5.1.2 Il sistema retributivo del CEO come strumento di controllo del problema dell'agenzia.

La retribuzione del CEO è un argomento la cui centralità si è imposta fin dagli anni '30 quando Berle e Means analizzarono per primi la natura delle public companies e dei problemi derivanti dall'asimmetria informativa.¹⁵¹ Numerosi accademici hanno in seguito approfondito tale argomento contribuendo alla nascita di nuovi modelli di governance delle imprese.¹⁵²

È quantomeno singolare vedere come gli azionisti siano contenti di premiare il CEO quando le azioni delle imprese da loro possedute salgono di valore e quanto invece sono scontenti quando, queste azioni, il valore lo perdono. Tuttavia questo agire irrazionale dell'azionista ha luogo poiché è vittima della teoria dell'agenzia. Non sarebbe forse giusto dire che l'azionista non avrebbe pagato tanto il manager se avesse saputo che le azioni avrebbero perso valore?

Appare dunque evidente che la retribuzione del CEO gioca un ruolo fondamentale nel contrasto al problema dell'agenzia e che un giusto sistema retributivo legato alle performances dell'impresa permette un miglior allineamento tra gli interessi del principale (gli azionisti) e quelli dell'agente (il CEO). Prima però di esaminare nel dettaglio i sistemi retributivi applicati al CEO e le soluzioni più frequentemente adottate credo valga la pena accennare all'evoluzione che la retribuzione del CEO ha subito negli anni.

¹⁵⁰ BONOMO F., (2013), *Sulla trasparenza si gioca la sfida per i proxy advisor*, Il Sole 24 Ore.

¹⁵¹ BERLE A., MEANS G., (1932), *The Modern Corporation and Private Property*, Transaction publishers, USA.

¹⁵² JENSEN M., MECKLING W. H., (1976), *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure*, Journal of Financial Economics, pp 305-360.

5.2 Evoluzione storica della retribuzione del CEO.

Come già ricordato, l'economia dei paesi industrializzati, nel corso degli ultimi cinquant'anni, ha subito dei forti mutamenti, non solo riguardanti la natura delle imprese che sono cresciute di grandezza ed hanno allargato i loro scenari competitivi, ma le nazioni stesse hanno subito un mutamento riguardante la natura dei settori economici preponderanti delle loro economie. Si pensi per esempio all'accrescimento di importanza del settore terziario (i servizi) nelle economie moderne rispetto al settore secondario (l'industria) nelle economie del secolo scorso; attraverso il grafico della figura 5.4 si è cercato di schematizzare il più possibile, tramite un'analisi fatta da Fourastié, questa tendenza. Con l'avvento della società post-moderna e post-industriale si assiste alla nascita di un quarto settore (o quinto poiché molti studiosi¹⁵³ ritengono già la finanza come quarto settore¹⁵⁴) e cioè l'informazione, che sta crescendo grazie ai rapidi progressi delle tecnologie e della comunicazione.

Questo cambiamento nei settori trainanti delle economie moderne, la crescente complessità dei mercati e la dicotomia tra proprietà e direzione dell'impresa hanno acceso i riflettori su un argomento, quale i sistemi retributivi del CEO in quanto capaci di influire molto sul sistema economico di un paese; inoltre a causa della globalizzazione dei mercati finanziari, nei quali soggetti di qualunque nazione comprano e vendono strumenti finanziari quindi vere e proprie quote di proprietà di realtà organizzate estere e a volte molto distanti tra loro, porta non solo l'azionista ma il pubblico in generale a interrogarsi sul controllo delle strategie poste in essere dai manager in quanto capaci di far crollare intere economie e scatenare vere e proprie crisi economiche. Si pensi ad esempio al caso Enron che nel momento del fallimento aveva accumulato debiti per 10 miliardi di dollari con istituti di credito di tutto il mondo e che, trovatisi ad affrontare una crisi di liquidità senza precedenti, ha provocato il fallimento di numerose imprese collegate. La spregiudicatezza del CEO nella cattiva gestione dell'impresa appare evidente e infatti fu condannato a 24 anni di reclusione.

Queste crisi però scatenano, negli studiosi ma anche nel pubblico in generale, domande su come evitare l'azzardo morale e la spregiudicatezza nella condotta del CEO. La risposta più evidente è stata agire sulla sua retribuzione, sviluppando nuovi sistemi retributivi in grado di mitigare l'azzardo morale e capaci di tutelare maggiormente gli azionisti.

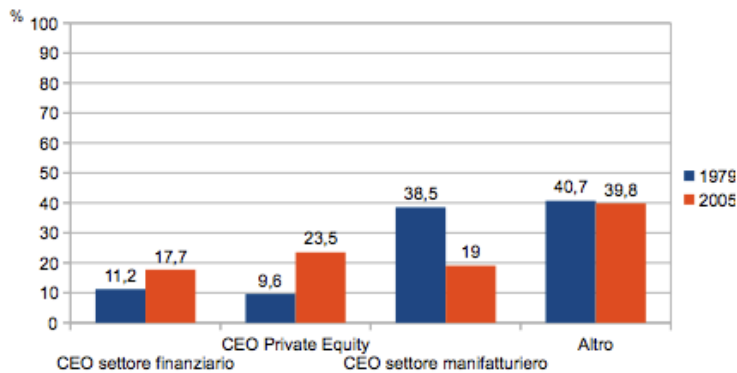
Prima di affrontare questo argomento è interessante però esaminare l'evoluzione degli stipendi dei CEO anche in relazione agli stipendi medi dei lavoratori per capire se vi è e in quale misura, una discrepanza.

¹⁵³ KENESSEY Z., (1987), *The Primary, Secondary, Tertiary and Quaternary Sectors of the Economy*, The Review of Income and Wealth.

¹⁵⁴ ROSENBERG M., (2007), *Sectors of the Economy*, About.com.

Un'interessante studio svolto da Bakija, Cole e Heim¹⁵⁵, sul reddito generato dai maggiori contribuenti statunitensi (lo 0,1% della popolazione attiva) dal 1979 al 2005, ha delineato come sia cambiata la distribuzione dei salari e come ci si sia spostati da una preponderanza di ricchezza generata dall'industria ad una preponderanza della ricchezza generata dal settore terziario dei servizi e della finanza. Con l'aiuto del grafico della Figura 27 si può notare un cambiamento nei settori che generano un maggior reddito per i CEO. Nello specifico è diminuita la ricchezza derivante dalla direzione di imprese del settore manifatturiero, infatti solo il 19% dei supermanager statunitensi nel 2005 proviene da quel settore mentre nel 1979 era il 38,5%. Al contrario appare evidente come sia cresciuta la quota di supermanager derivanti dal settore finanziario e del private equity con un rispettivo aumento di 6,5 punti percentuali e 13,9 punti percentuali del settore private equity.

Figura 5.4 Evoluzione storica della retribuzione dei CEO per settore



Fonte: elaborazione propria da Jobs and Income Growth of Top Earners and the Causes of Changing Income Inequality: Evidence from U.S. Tax Return Data

Possiamo quindi affermare che la tendenza a una terziarizzazione dell'economia è in atto da molti anni e che il mutamento della retribuzione del CEO segue questa logica di deindustrializzazione dell'economia postfordista.

5.3 Potere del CEO e retribuzione: due modelli a confronto.

Nelle imprese, in cui vi è una netta separazione tra la proprietà e il management, con un livello di concentrazione proprietaria basso e nelle quali il CEO in carica

¹⁵⁵ BAKIJA J., COLE A., HEIM B.T., (2012), *Jobs and Income Growth of Top Earners and the Causes of Changing Income Inequality: Evidence from U.S. Tax Return Data*.

gode di completa discrezionalità e libertà delle scelte¹⁵⁶, la creazione di sistemi retributivi ottimali viene parzialmente alterata dal problema del principale-agente. Tuttavia Bebchuck e Fried¹⁵⁷ indicano due contrapposti punti di vista sulla relazione che intercorre tra la teoria dell'agenzia e il sistema retributivo del CEO, questi sono l'optimal contracting approach e il managerial power approach.

5.3.1 Il sistema retributivo ottimale secondo l'optimal contracting approach.

L'optimal contracting approach è una metodologia di analisi del legame che intercorre tra la teoria dell'agenzia e la ricerca di sistemi retributivi ottimi del CEO, in cui, attraverso la contrattazione tra il board aziendale e il management, si dovrebbe giungere ad un contratto definito ottimale. Questo prevede l'impegno del board a definire un sistema retributivo che massimizzi il valore per gli azionisti e nel quale vengano bilanciati i tre principali costi dell'agenzia: il costo della contrattazione, il costo del monitoring e i costi derivanti da comportamenti scorretti o negligenti del CEO.

Il modello dell'optimal contracting approach nasce dalla constatazione che vi è un problema di conflittualità di interessi tra il CEO e gli azionisti, principalmente dovuto alla caratteristica discrezionale delle sue scelte. Il CEO, secondo la teoria dell'agenzia, cercherebbe di incrementare i benefici personali anziché massimizzare il valore per gli azionisti. Tuttavia attraverso questa teoria il board riconosce l'esigenza di adottare dei sistemi che incentivino e in una certa maniera leghino il CEO alle esigenze della proprietà. I contratti ottimali, come li descrivono Bebchuk e Fried, possono avere origine da due fonti diverse. La prima è la contrattazione tra il board e il CEO in cui le due parti trattano in modo indipendente e paritario mentre la seconda è l'adozione di un contratto che nasce da consuetudini di mercato in cui la negoziazione è assente.

Eppure l'optimal contracting approach non è esente da limitazioni che lo rendono uno strumento poco efficace nella realizzazione di sistemi retributivi efficienti. Innanzitutto questo tipo di approccio non prende in considerazione i condizionamenti derivanti dall'assoggettamento dei membri del consiglio d'amministrazione al problema dell'agenzia. Generalmente gli amministratori, *director* in inglese, aspirano ad essere rieletti di anno in anno, non solo per i benefici economici legati al ruolo ricoperto ma anche per il prestigio e per la possibilità di ricoprire lo stesso ruolo in seno ad altre società. Per esplicitare, attraverso un esempio, la criticità del ruolo degli amministratori occorre avvalersi ancora una volta dell'esempio Enron. Nei primi anni Duemila la retribuzione media degli amministratori delle 200 più

¹⁵⁶ BERLE A. JR., MEANS G. C., (1932), *The Modern Corporation and Private Property*, The Macmillan Company, New York.

¹⁵⁷ BEBCHUCK L. A., FRIED J. M., (2003), *Executive compensation as an agency problem*, Working paper N°9813, National Bureau of Economic Research

grandi imprese statunitensi era di 152,626\$¹⁵⁸ mentre la retribuzione media degli amministratori Enron era di 380,000\$¹⁵⁹, più del doppio della media. Quindi, data l'importanza del parere del CEO nella nomina degli amministratori, appare poco probabile che questi ultimi cerchino di sfavorirlo il CEO diminuendo il suo emolumento. Inoltre la stigmatizzazione derivante dall'essere in disaccordo con il CEO potrebbe precludere all'amministratore la nomina in consigli d'amministrazione di altre società o la semplice riduzione dei benefit legati al suo ruolo.

Una soluzione a questo problema potrebbe quindi essere la nomina degli amministratori da parte degli azionisti ma data la complessità dell'argomento si rimanda la trattazione ai capitoli successivi.

5.3.2 Il sistema retributivo ottimale secondo il managerial power approach.

Il secondo elemento della teoria elaborata da Bebchuck e Fried¹⁶⁰ sulla relazione tra teoria dell'agenzia e sistema retributivo del CEO è il managerial power approach. Attraverso questa visione della relazione asimmetrica tra CEO, azionisti e consiglio d'amministrazione gli autori suggeriscono l'esistenza di un rapporto di forza del CEO nello stabilire il proprio sistema retributivo. Questa teoria spiegherebbe dunque la continua crescita dei livelli retributivi dei CEO. Maggiore è il potere del CEO maggiore sarà la sua capacità di rent extraction e cioè una ricerca di benefici personali a discapito della creazione di valore aggiunto per l'impresa.

Il primo pilastro del managerial power approach è ciò che gli autori definiscono *outrage cost and constraint* e cioè quei costi e quegli obblighi derivanti dallo "scandalo" dell'opinione pubblica sulla retribuzione eccessiva dei CEO. Infatti i contratti concernenti la retribuzione possono essere più o meno generosi verso il CEO anche a causa del "rumore" che creano presso gli azionisti o il pubblico in generale. Quello che è stato definito scandalo può infatti danneggiare l'immagine dell'impresa costringendo gli amministratori a rinegoziare questi accordi. Tuttavia la stipula di un contratto di retribuzione del CEO, a lui favorevole ma subottimale per gli azionisti, dipende da come viene percepito all'esterno quindi dagli azionisti. Nello studio di Johnson, Porter e Shackell¹⁶¹ si evidenzia come la percezione degli azionisti in merito alla retribuzione del CEO sia un fattore fondamentale per l'immagine dell'impresa. Lo studio evidenzia infatti come nel periodo 1992-1994 le imprese che hanno generato sconcerto presso l'opinione pubblica circa gli accordi sulla retribuzione del

¹⁵⁸ PEARL MEYERS AND PARTNERS, (2002), *Executive Pay Trends: Looking Forward and Looking Back*.

¹⁵⁹ ABELSON R., (2001), *Enron Board Comes Under a Storm of Criticism*, New York Times.

¹⁶⁰ BEBCHUCK L. A., FRIED J. M., (2003), *Executive compensation as an agency problem*, Working paper N°9813, National Bureau of Economic Research.

¹⁶¹ JOHNSON M. F., PORTER S., SHACKELL M. B., (1997), *Stakeholder Pressure and the Structure of Executive Compensation*, Working Paper, Michigan State University, University of Massachusetts at Amherst, Notre Dame.

CEO hanno sensibilmente diminuito quest'ultima ed hanno rafforzato la relazione tra retribuzione e andamento dell'impresa.

Il secondo pilastro della teoria del managerial power approach è quello che gli autori¹⁶² definiscono camouflage. Il camouflage consiste nell'occultare le informazioni riguardanti il comportamento scorretto del CEO o nel legittimare operazioni di rent extraction. Appare evidente che l'occultamento, da parte del CEO, di informazioni ex ante (prima dell'assunzione) ed ex post (quando è nelle sue funzioni) danneggiano la proprietà dell'impresa e conducono all'adozione di sistemi retributivi subottimali o addirittura inefficaci. Diventa quindi fondamentale il concetto di disclosure trattato in precedenza. La circolazione delle informazioni è quindi fondamentale poiché aiuta gli azionisti a prendere delle decisioni ponderate in merito alle capacità di corretta gestione dell'impresa da parte del CEO.

Si è quindi cercato da un lato di arginare questa discrezionalità delle informazioni aumentando la disclosure dei dati aziendali e dall'altro lato si è cercato di legare maggiormente la retribuzione del CEO a sistemi equity-based che fossero in grado di correggere la retribuzione eccessiva, o insufficiente, in base all'andamento del prezzo azionario dell'impresa stessa.

Riprendendo lo studio di Bebchuck e Fried è importante notare come il valore aggiunto della teoria del managerial power approach sia quello di spiegare, almeno in parte, il ricorso a quattro pratiche correnti nell'adozione di specifici sistemi retributivi:

- la relazione tra potere del CEO e retribuzione,
- il ricorso a consulenti in materia di retribuzione,
- gli executive loans,
- golden handshakes o good-bye payments.

5.4 Retribuzione del CEO e governance dell'impresa.

Il managerial power approach indica quattro fattori che influenzano la rigidità contrattuale sulla retribuzione del CEO¹⁶³:

- Quando il board of director è debole esercita poco potere sul CEO. La debolezza del board può dipendere da vari fattori tra cui il numero elevato di componenti. Infatti quanti più essi sono meno saranno in grado di unirsi per arginare il rent seeking del CEO. Uno studio condotto da Core, Holthausen e Larker¹⁶⁴ nel 1999, nel quale prendono in esame 205 imprese quotate, concludono che quando il consiglio d'amministrazione è composto da

¹⁶² BEBCHUCK L. A., FRIED J. M., (2003), *Executive compensation as an agency problem*, Working paper N°9813, National Bureau of Economic Research.

¹⁶³ BEBCHUCK L. A., FRIED J. M., (2003), *Executive compensation as an agency problem*, Working paper N°9813, National Bureau of Economic Research.

¹⁶⁴ CORE J. E., HOLTHAUSEN W., LARKER D. E., (1999), *Corporate governance, chief executive compensation and firm performance*, Journal of Financial Economics, N°51, pp371-406.

molti membri con una contemporanea maggioranza di membri esterni la retribuzione del CEO è più elevata.

- La presenza di un azionista maggioritario esterno all'impresa consente un monitoring più attento, arginando il potere del CEO nella contrattazione del sistema retributivo a lui più conveniente e producendo in definitiva la creazione di valore per gli azionisti. La presenza di un azionista con quote rilevanti permette quindi un maggiore controllo sul CEO e permette di ridurre la quota di salario fisso all'aumentare del bonus legato alla retribuzione option-based.¹⁶⁵
- La presenza di molti investitori istituzionali rappresenta anch'essa un elemento di monitoring più efficace come diretta conseguenza della specializzazione degli azionisti. Uno studio del 2002 condotto da Hartzell e Starks¹⁶⁶ dimostra che la presenza di investitori istituzionali nelle imprese quotate fa sì che il livello di reddito del CEO sia più basso rispetto alle imprese che non hanno investitori istituzionali tra i loro azionisti, inoltre concludono nel loro studio che la retribuzione del CEO è molto più sensibile alla performance dell'impresa.
- L'adozione di misure antitakeover rendono il CEO meno vulnerabile in caso di takeover ostili. Lo studio di Borokhovich, Brunarski e Parrino¹⁶⁷, evidenzia che le imprese nella fase di adozione di misure anti-takeover tendono ad aumentare sensibilmente lo stipendio del loro CEO. Questo fenomeno non può essere spiegato dall'optimal contracting poiché se il lavoro del manager è reso più sicuro e i fattori di rischio diminuiscono allora gli azionisti dovrebbero pagare meno il CEO. Tuttavia Cheng, Nagar e Rajan¹⁶⁸ indicano che i CEO delle imprese che hanno adottato regolamentazioni anti-takeover hanno diminuito del 15% la quota azionaria da loro posseduta in quanto non più necessaria per mantenere il controllo sull'impresa. L'optimal contracting approach prevederebbe invece che il CEO protetto da misure anti-takeover riacquistasse le quote azionarie in modo da aumentare il valore per gli azionisti.

Un aspetto attualmente poco discusso riguardante le pratiche di governance e i sistemi retributivi del CEO è il ricorso ai consulenti esterni in materia di retribuzione del CEO. Essi svolgono un ruolo delicato per l'impresa poiché, come in qualsiasi rapporto contrattuale in cui vi è una delega di potere o, in questo caso, di scelta

¹⁶⁵ SHLEIFER A., VISHNY R. W., (1986), *Large shareholders and corporate control*, The Journal of Political Economy, Vol 94, Issue 3, Parte 1, pp461-488.

¹⁶⁶ HARTZELL J. C., STARKS L. T., (2002), *Institutional investors and executive compensation*, New York University Stern School of business.

¹⁶⁷ BOROKHOVICH K. A., BRUNARSKI K. R., PARRINO R., (1997), *CEO contracting and anti-takeover amendments*, Journal of Finance, Vol 52, pp1495-1517.

¹⁶⁸ CHENG S., NAGAR V., RAJAN M. V., (2001), *Control versus risk in stock-based incentives: evidence from antitakeover regulation*. Working Paper, University of Michigan Business School.

dei sistemi retributivi ottimi, si può generare un conflitto di interessi; perciò “If you want independent advice, don’t ask a barber whether you need a haircut”¹⁶⁹, in questa scherzosa massima, attribuita a Warren Buffett, si racchiude l'essenza del conflitto di interessi che si può creare tra CEO e società di consulenza sulla retribuzione. Dagli anni '90 si è visto moltiplicarsi il numero di società che svolgono consulenza in materia di definizione della retribuzione ottimale del CEO. Il ricorso a questo tipo di consulenza può essere, in parte, spiegato attraverso l'optimal contracting approach in quanto queste società dovrebbero fornire informazioni sulla retribuzione del CEO e aiutare gli azionisti o più in generale, la proprietà, a mitigare il rischio dell'asimmetria informativa. Tuttavia, nella realtà, il ricorso a tali servizi pone grandi limiti all'indipendenza del CEO e pregiudica quegli sforzi di disclosure che gli azionisti tanto hanno richiesto.

Appare evidente che il consulente avrà, nei confronti del CEO, una sorta di timore reverenziale e non cercherà di comprometterne l'immagine denigrandone l'operato o il livello eccessivo dei suoi emolumenti. Questo accade poiché, da un lato, la divisione Risorse Umane che si occupa dell'assunzione di tali consulenti è subordinata al CEO e dall'altro perché il consulente stesso cercherà di instaurare un rapporto lavorativo duraturo con l'impresa. Ma se si trovasse a dover criticare il livello eccessivo dello stipendio del CEO difficilmente il rapporto di lavoro verrà proseguito. Inoltre accade molto spesso che tali consulenti svolgano altre attività per l'impresa (multi-service advisors) e questo incentiva ancora di più l'avvallo di sistemi retributivi favorevoli al CEO¹⁷⁰. A dimostrazione di ciò, uno studio effettuato da Chu, Faasse e Rau, rivela che i CEO delle imprese che ricorrono a consulenti per valutarne la retribuzione guadagnano il 7,5% in più dei CEO di imprese che non ricorrono a tali servizi¹⁷¹.

Il consulente, dopo aver analizzato i dati sulla retribuzione del CEO, si trova davanti ad un altro dilemma: quali strumenti utilizzare per comparare il livello di retribuzione del CEO all'andamento dell'impresa? Questa domanda rivela il secondo grande problema delle consulenze in materia di retribuzione e cioè la possibilità di aggiustare i dati a seconda del volere del CEO. Molto spesso il board che si occupa della remunerazione del manager, utilizza tale consulenza per giustificare il livello retributivo.

È importante quindi sottolineare come l'utilizzo di un consulente esterno all'impresa, specializzato nello studio di sistemi retributivi ottimali volti a mitigare il problema dell'agenzia, non sia sempre la soluzione più conveniente per la proprietà. Questo può diventare uno strumento utilizzato dal CEO, che ricerca la massimizzazione dei benefici personali, per occultare e talvolta giustificare una retribuzione eccessiva e non conforme ai risultati aziendali.

¹⁶⁹ “Se vuoi un parere indipendente, non chiedere al barbiere se necessiti di un taglio di capelli.”

¹⁷⁰ CRYSTAL G. S., (1991), *In search of excess*, Norton.

¹⁷¹ CHU J., FAASSE J., RAU R., (2014), *Do Compensation Consultants Enable Higher CEO Pay? New Evidence from Recent Disclosure Rule Changes*, University of Cambridge Judge Business School.

5.5 Le componenti della retribuzione del CEO.

5.5.1 La componente fissa della retribuzione.

La componente fissa nella retribuzione del CEO è una componente fondamentale per una molteplicità di ragioni. Essa infatti rappresenta da un lato la garanzia per il CEO di ricevere una retribuzione indipendentemente dalle sue capacità gestionali e dall'andamento dell'impresa, dall'altro permette all'impresa di essere competitiva nel mercato del lavoro, per attirare a sé i CEO migliori. Il “mercato dei CEO”, come ben lo esplicita Conyon¹⁷², ha subito forti mutamenti negli ultimi venti anni. I cambiamenti della domanda e dell'offerta di CEO si ripercuotono anch'essi sul loro livello retributivo. Un aumento della domanda di CEO con capacità comprovate ed esperienza pluriennale comporta l'aumento del livello retributivo richiesto dal CEO. Himmelberg e Hubbard¹⁷³ suppongono quindi che l'offerta di CEO, capaci di gestire imprese complesse, sia relativamente anelastica e che degli shock della domanda aggregata possano aumentare sia il valore dell'impresa che il valore marginale del lavoro del CEO in seno all'impresa. Gli autori dimostrano che, in una situazione di equilibrio, questi shock fanno sì che vi sia un aumento della retribuzione del CEO.

Questa è altresì importante per selezionare la persona che meglio potrà ricoprire il ruolo apicale nella gerarchia dell'impresa. Le aziende infatti tendono a ricercare due aspetti fondamentali delle competenze del CEO: il general managerial capital e lo specific managerial capital¹⁷⁴. Il general managerial capital racchiude nella sua definizione tutte quelle capacità fondamentali per il manager, quali la conoscenza della finanza, della contabilità e il saper gestire le risorse umane, che sono trasferibili da un'impresa all'altra mentre lo specific managerial capital indica la conoscenza dei meccanismi interni all'impresa, come i fornitori, la conoscenza dei clienti, e che non possono essere trasferiti ad altre imprese. Proprio per queste due componenti del sapere del CEO si rende necessario per l'impresa capire se ricercare questa figura guida all'esterno o al proprio interno.

L'impresa che cercherà un CEO esterno dovrà quindi rinunciare alla eventuale conoscenza accumulata da un candidato interno dei meccanismi che ne permettono il corretto funzionamento e che potrebbero, in certi casi, essere proprio i vantaggi competitivi dell'impresa. D'altro canto potrà però scegliere su una base più ampia il CEO che meglio sembra adattarsi alle caratteristiche ricercate dal principale. Lo studio condotto da Murphy e Zabochnik, indica che la scelta di un CEO esterno

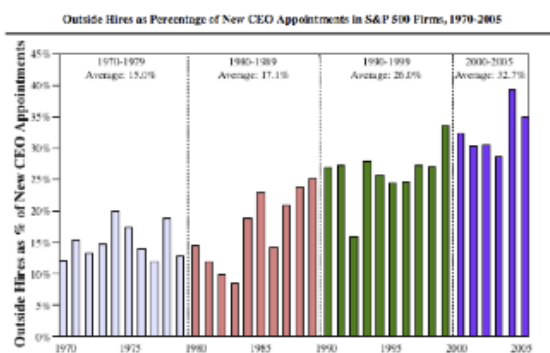
¹⁷² CONYON M. J., (2006), *Executive compensation and incentives*, The Academy of Management Perspectives, 20(1), pp 25-44.

¹⁷³ HIMMELBERG C., HUBBARD R., (2000), *Incentive pay and the market for CEOs: an analysis of pay-for-performance sensitivity*, Tuck-JFE Contemporary Corporate Governance Conference.

¹⁷⁴ MURPHY K., ZABOCHNIK J., (2003), *Managerial capital and the market for CEOs*, Working Paper, Marshall School of Business.

all'impresa è oggi la pratica più diffusa in quanto le imprese valutano maggiormente il general managerial capital piuttosto che delle conoscenze troppo limitate e troppo specifiche che invece caratterizzano lo specific managerial capital. È quindi questa competizione all'interno del mercato del lavoro, specialmente per i CEO con capacità esportabili in qualsiasi tipo d'impresa indipendentemente dal settore merceologico d'appartenenza, che contribuisce a determinare il livello, più o meno elevato, della retribuzione del CEO. A supporto della loro teoria, gli autori, dimostrano empiricamente che l'assunzione di CEO esterni all'impresa è passata dal 15% negli anni Settanta al 27% negli anni Novanta (Figura 28). Per di più, i CEO esterni all'impresa, ricevono un bonus sulla retribuzione al momento del loro insediamento e l'entità di questo emolumento non ha fatto che aumentare dagli anni '90 ad oggi.

Figura 5.5 Evoluzione storia dell'assunzione di CEO esterni all'impresa



Fonte: Murphy K., Kabojnik J. (2003), *Managerial capital and the market for CEOs*

La componente fissa della retribuzione, o retribuzione base, del CEO viene generalmente determinata dal cosiddetto competitive benchmarking¹⁷⁵ che consiste nel determinare la retribuzione in base a ricerche e comparazioni con le remunerazioni delle imprese appartenenti allo stesso settore merceologico, in inglese chiamati peer. L'utilizzo di questi benchmark nella determinazione della retribuzione fissa, come lo dimostrano Baker, Jensen e Murphy¹⁷⁶, rafforza la teoria che lega la retribuzione base del CEO con le dimensioni dell'impresa. Tuttavia questo criterio, basato sulla dimensione dell'impresa, non tiene conto delle variabili che sono alla base della capacità del CEO di generare valore nel lungo periodo, quali l'età, l'esperienza e il livello di istruzione. L'importanza della compensazione fissa per il CEO è determinata anche dalla propensione al rischio. Infatti un CEO avverso al rischio preferirà avere maggiore retribuzione fissa rispetto a un CEO propenso al rischio.

¹⁷⁵ MURPHY K. J., (1999), *Executive compensation*, Working paper.

¹⁷⁶ BAKER G., JENSEN M., MURPHY K. J., (1988), *Compensation and incentives: practice vs. theory*, *Journal of Finance*, 43(3), pp 593-616.

In conclusione la determinazione della componente fissa della retribuzione è fondamentale. Non solo per le ragioni sopracitate ma anche perché è sulla retribuzione fissa che l'impresa progetta i sistemi di retribuzione variabile o incentivanti, generalmente multipli della retribuzione fissa.

5.5.2 La componente variabile della retribuzione.

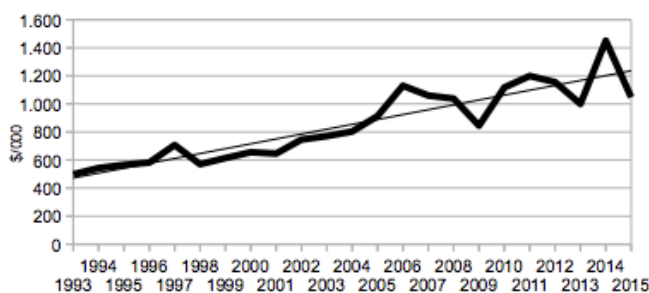
La componente variabile della retribuzione del CEO ha, come lo dimostra la Figura 31, conosciuto un aumento quasi costante dagli anni '90. Lo studio di Bryan, Hwang e Lilien¹⁷⁷ ci indica che, a metà degli anni '90, la componente variabile della retribuzione, sotto forma di stock options, rappresentava un terzo dello stipendio totale del CEO. Dai dati raccolti risulta che la retribuzione variabile rappresenta circa il 70% della retribuzione totale del CEO.

Figura 5.6 Retribuzione media annua dei CEO appartenenti al campione analizzato

Anno	Media retribuzione variabile \$/000	Anno	Media retribuzione variabile \$/000	Anno	Media retribuzione variabile \$/000	Anno	Media retribuzione variabile \$/000
1993	220,083	1999	950,376	2005	1868,624	2011	3658,567
1994	486,022	2000	1709,745	2006	2394,812	2012	3527,931
1995	407,552	2001	1437,047	2007	2238,518	2013	6626,76
1996	651,115	2002	656,719	2008	3765,144	2014	5040,632
1997	870,271	2003	1648,001	2009	3337,875	2015	6449,014
1998	983,898	2004	1572,67	2010	3073,399		

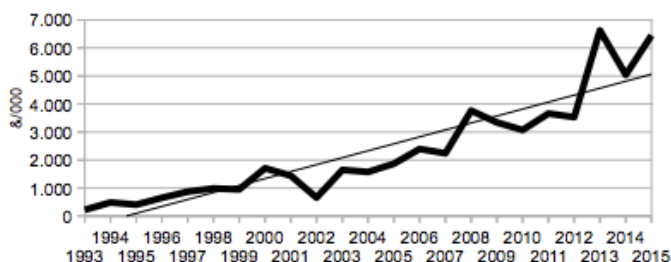
Fonte: Elaborazione propria

Figura 5.7 Andamento medio della retribuzione fissa



Fonte: Elaborazione propria

¹⁷⁷ BRYAN S., HWANG L., LILIEN S. (2000), *CEO stock-based compensation: an empirical analysis of incentive-intensity, relative mix, and economic determinants*, The Journal of Business, Vol 73, N°4, pp 661-693.

Figura 5.9 Andamento medio della retribuzione variabile

Fonte: Elaborazione propria

Data l'evidenza empirica dell'aumento della quota variabile, necessaria a stringere il nodo che lega il CEO all'andamento dell'impresa, sulla retribuzione totale del CEO è necessario esaminare quali sono gli strumenti più utilizzati nel definire tali pratiche incentivanti.

Nell'analisi della retribuzione variabile dei CEO, in questo caso nella disamina dei piani annuali di bonus, non si può non fare riferimento allo studio, citato in precedenza, di Murphy che rappresenta, ancora oggi, tra gli studi sui sistemi retributivi uno dei più dettagliati. La maggior parte dei sistemi di retribuzione adottati dalle imprese prevede che al CEO venga assegnata una remunerazione variabile legata ai risultati annuali. La retribuzione ex ante degli obiettivi gestionali determinabili, come ad esempio i ricavi, l'utile o l'EBITDA (Earnings Before Interests, Taxes, Depreciation and Amortizations), e sulla misurazione del raggiungimento degli obiettivi di performance ex post¹⁷⁸. La concessione o meno di una retribuzione variabile, su base annuale, viene quindi valutata sulla base del raggiungimento di determinati obiettivi stabiliti in precedenza dal consiglio di amministrazione. In sostanza si tratta di definire ex ante gli obiettivi che si intendono raggiungere per poi, ex post, valutare l'operato del CEO.

Lo studio condotto da Murphy, usando i dati di Towers Perrin su 177 società quotate americane nel periodo 1996-1997, evince che gli incentivi annuali si possono classificare in base a tre componenti essenziali:

1. misure di performance: nel suo studio, Murphy, indica che meno del 50% delle imprese valutate adottano una sola misura di performance. La maggior parte adotta quindi più variabili che compongono in maniera "additiva" un piano di incentivi. Ad esempio, l'autore, riporta un piano composto per il 75% dal raggiungimento di un predefinito livello di utile e per il 25% basato sull'incremento delle vendite. In altri casi questi obiettivi sono "moltiplicativi" in quanto il bonus legato a un obiettivo può essere aumentato o diminuito a seconda del raggiungimento di un secondo obiettivo ad

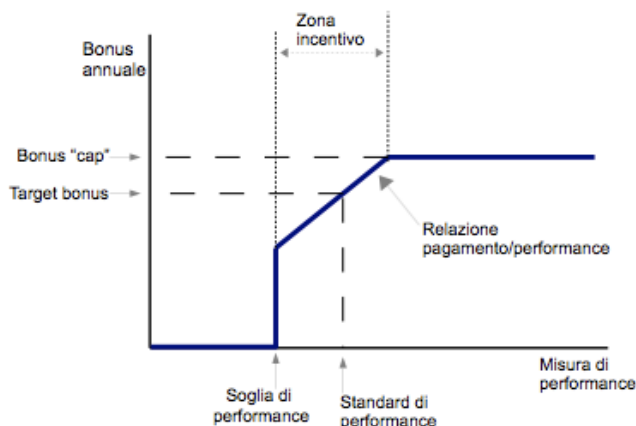
¹⁷⁸ ARTIACO M., (2013), *Remunerazione degli amministratori e corporate governance: nuovi paradigmi dopo la crisi finanziaria*, Franco Angeli Editore, Milano.

esso legato. Appare evidente come questi bonus annuali siano sovente legati a misure di performance basate su nozioni rilevanti dalla contabilità aziendale. Tuttavia non è escluso l'utilizzo di criteri basati sulle azioni emesse dall'impresa, ad esempio Murphy fa riferimento all'utile per azione (earnings per share), o a criteri di natura finanziaria come il ROA e il ROE, rispettivamente return on assets che misura la redditività del capitale investito e return on equity che misura la redditività del capitale proprio. Come ultima categoria di misure di performance vi sono i criteri basati su valutazioni non finanziarie e non contabili che invece dipendono dal CEO stesso quali la qualità degli obiettivi strategici prefissati o relativi, ad esempio, alla customer satisfaction.

2. standard di performance: Murphy delinea sei criteri, standard, di performance basati su elementi facilmente valutabili dall'impresa. Il primo è il budget standard che implica una misura dei risultati ottenuti dal CEO sulla base di obiettivi prefissati nel business plan o nel budget. Il secondo è il prior-year standard in base al quale si valuta la variazione da un anno all'altro di determinate grandezze, ad esempio le vendite o l'utile per azione. Il terzo lo definisce discretionary standard quindi una valutazione basata su obiettivi fissati in modo discrezionale dal Board of Director. Il quarto criterio è il peer group, vale a dire una valutazione fatta sulla comparazione dei risultati dell'impresa con i risultati ottenuti da imprese simili per settore o grandezza. Il quinto è il timeless standard cioè una valutazione dei risultati in base ad un indicatore fisso nel tempo e cita l'esempio del raggiungimento di un ROA del 10%. Il sesto ed ultimo criterio è il cost of capital quindi un piano di incentivazione basato sulla redditività degli investimenti effettuati dall'impresa e il costo medio ponderato del capitale necessario a finanziarli, il cosiddetto metodo EVA (economic value added).
3. relazione retribuzione-performance: la forma più comune, secondo lo studio di Murphy, di incentivo su base annua, è il sistema "80/120". Questo sistema consiste nell'erogare il bonus solo se il CEO ha raggiunto l'80% della performance standard cioè la performance stabilita nel sistema di incentivazione dal board e nel fissare come tetto massimo, cosiddetto bonus cap, il 120% della performance standard. È evidente che nella dicitura 80/120 vengono raggruppati tutti i piani con struttura simile, siano essi 90/110, 95/100 ecc. Il secondo metodo più comune nello stabilire un piano di incentivazione del CEO è il metodo modified sum-of-targets, questo consiste nell'attribuire a ciascun executive manager un bonus e la somma dei bonus formerà il bonus totale che dovrà essere diviso in quote pari ai singoli bonus assegnati. Se invece la soglia minima di performance non verrà raggiunta il bonus derivante dalla somma dei bonus individuali verrà azzerato. Il terzo e quarto metodo sono il formula-based plan e il discretionary plan. Il primo consiste nel definire un bonus comune a tutti gli executive manager e in seguito dividerlo al raggiungimento degli obiettivi individuali mentre

il secondo metodo consiste nella valutazione discrezionale del Board of Director delle performance e degli obiettivi raggiunti dal CEO, in base a criteri finanziari e non.

Figura 5.9 Schema del bonus plan



Fonte: Murphy K. J. (1999), Executive compensation

Dall'analisi della Figura 32 si può notare che non vi sarà erogazione di incentivi al CEO se non sarà raggiunta una predeterminata soglia di performance. Nella pratica, la soglia di performance, viene espressa come percentuale della performance standard e ciò significa che quanto più il CEO si avvicinerà alla performance standard tanto più il bonus sarà elevato. Anche il bonus sarà espresso come una percentuale del target bonus in modo da rendere la relazione pay-performance più equilibrata. Si può inoltre notare la presenza del cosiddetto bonus cap e cioè un limite massimo al bonus che il CEO può ricevere e generalmente il cap viene espresso come multiplo del target bonus. Quella che nel grafico è chiamata la “zona incentivo” rappresenta la distanza tra la soglia di performance e lo standard di performance e corrisponde alla zona nella quale un incremento dei risultati ottenuti dal CEO porta ad un incremento proporzionale del bonus, il cui massimo è rappresentato dal bonus cap che, come già ricordato, rappresenta il massimo bonus ottenibile dal CEO.

5.5.3 Limiti della retribuzione variabile nel contrasto al problema dell'agenzia.

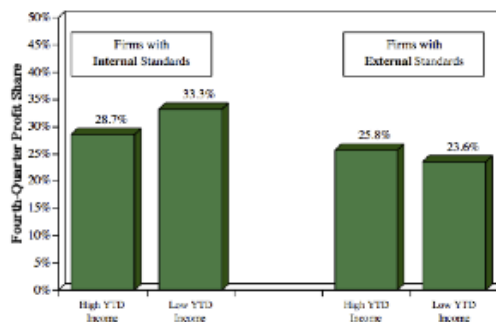
Dal punto di vista della teoria dell'agenzia sembrerebbe che l'utilizzo di strumenti, volti a incentivare il management al raggiungimento di obiettivi ritenuti importanti per gli azionisti, possa risolvere quel disallineamento tra interessi dell'agente e interessi della proprietà. Tuttavia gli strumenti, di valutazione annuale delle performances del CEO sopra elencati, hanno dei limiti. Il primo importante limite deriva dal fatto che questi incentivi su base annua prendono in considera-

zione un lasso temporale troppo ristretto. Il CEO potrebbe quindi adottare comportamenti scorretti nella gestione dell'impresa, aumentandone i profitti di breve termine, ma trascurando gli effetti che questi potrebbero avere sul lungo periodo. In questo caso l'incentivo su base annua non risolve il problema dell'agenzia in quanto il CEO, desideroso di produrre risultati nel breve termine, potrebbe non prendere decisioni che ridurrebbero il profitto di breve termine ma gioverebbero alla creazione di valore nel lungo periodo, obiettivo primario della proprietà dell'impresa¹⁷⁹.

L'adozione di standard di performance può anch'essa risultare fuorviante nella valutazione dell'operato del CEO. Ciò accade perché, come visto in precedenza, tali standard si basano sul budget o sulla performance dell'anno antecedente al momento della valutazione dell'operato del CEO. Inoltre, gli incentivi budget-based, possono creare un incentivo per il CEO a evitare l'assunzione di certe decisioni che potrebbero essere vantaggiose per l'anno in corso ma potrebbero avere effetti indesiderati sui budget futuri, limitando deliberatamente le performances dell'impresa in modo da evitare l'incremento degli obiettivi (standard di performance) richiesti dal board per gli anni futuri.

Gli incentivi che si basano sull'osservazione dei peer, cioè quelle imprese simili per natura e grandezza, sono invece meno sensibili, per riprendere la teoria di Bebchuck e Fried, al managerial power. Ciò accade in quanto il CEO dell'impresa non può influenzare i sistemi retributivi delle altre imprese. Tuttavia questi modelli soffrono del potere esercitato, all'origine, dal manager il cui sistema di incentivazione (benchmark) viene adottato dalle imprese peer. Inoltre, come si può notare dalla Figura 33, è evidenza empirica che i CEO delle imprese che adottano incentivi annuali determinati all'esterno dell'impresa ricevono compensi meno elevati rispetto ai CEO i cui bonus vengono decisi all'interno dell'impresa¹⁸⁰.

Figura 5.10 Differenza di retribuzione dei CEO le cui imprese adottano standard di performance esterni o interni



¹⁷⁹ DECHOW P., SLOAN R., (1991), *Executive incentives and the horizon problem*, *Journal of Accounting and Economics*, 14(1), pp51-89.

¹⁸⁰ MURPHY K. J., (1998), *Performance standards in incentive contracts*, University of Southern California.

Fonte: Murphy K. J., Performance standards in incentive contracts

Infine, i piani annuali di incentivi, che usano come parametro la performance dell'impresa dall'inizio dell'anno alla chiusura dell'esercizio, possono generare un comportamento scorretto del CEO. Questo perché se le informazioni in possesso del CEO fanno supporre un superamento dei parametri di performance tali da superare il bonus cap, il limite massimo del bonus raggiungibile, il CEO potrebbe essere indotto a diminuire il suo impegno cercando di “conservare” quei benefici per l'esercizio successivo¹⁸¹.

5.6 Le stock option, retribuzione variabile legata al capitale d'impresa.

I contratti di opzione sulle azioni dell'impresa sono uno strumento importante nella definizione del sistema retributivo del CEO. Questi strumenti permettono un maggior allineamento degli interessi dell'agente con gli interessi della proprietà. Tuttavia l'aumento della retribuzione, sotto forma di stock option, deriva da una molteplicità di fattori che si allontanano dall'obiettivo ideale del raggiungimento di un equilibrio tra i contraenti.

Le opzioni sono dei contratti che offrono all'acquirente la possibilità, o il diritto, di acquistare (opzione call) o vendere (opzione put) lo strumento finanziario sottostante (generalmente le azioni dell'impresa) a un prezzo specificato, chiamato prezzo di esercizio (strike price), per un determinato periodo di tempo¹⁸². Il detentore dell'opzione non è quindi obbligato ad esercitare il suo diritto di vendere ma può scegliere di lasciare che l'opzione scada. Vi sono due tipi di opzione: l'opzione americana che può essere esercitata in qualsiasi momento entro la data di scadenza e l'opzione europea che, invece, può essere esercitata solo alla scadenza.

Generalmente, nei piani retributivi del CEO, le opzioni sono esercitabili in un arco temporale variabile. Murphy cita, a questo proposito, l'esempio di un contratto di quattro anni durante il quale viene concesso, per ogni anno, al CEO, di esercitare il 25% delle proprie azioni. Le opzioni creano quindi un collegamento diretto tra l'operato del CEO e l'apprezzamento delle azioni, questo perché il valore del bonus aumenta con l'aumentare del prezzo dell'azione. Il CEO che riceve la possibilità di acquistare le azioni ad un prezzo inferiore a quello determinato dal mercato (discount option) trarrà il suo guadagno dall'esercizio dell'opzione, quindi dalla vendita di azioni, qualora il prezzo di vendita fosse superiore al prezzo di acquisto. L'utilizzo del meccanismo di incentivazione tramite le stock option si esplicita nel fatto

¹⁸¹ HEALY P., (1985), *The effect of bonus schemes on accounting decisions*, *Journal of Accounting and Economics*, Vol 7, pp 85-107.

¹⁸² MISHKIN F.S., EAKINS S.G., FORESTIERI G., (2011), *Istituzioni e mercati finanziari*, Pearson Prentice Hall, Milano, pp 698-700.

che il CEO ha tutto l'interesse nel far salire il prezzo dell'azione, da un lato per favorire gli azionisti, e dall'altro per aumentare il valore del bonus derivante dalla fluttuazione del prezzo delle azioni.

Tuttavia l'esercizio delle opzioni non è sempre così evidente come la teoria lo fa sembrare. Appare qui necessario spiegare le due componenti del valore dell'opzione¹⁸³. La prima componente è il valore intrinseco che è legato alla differenza tra il prezzo di esercizio dell'opzione ed il suo valore corrente. Esistono infatti differenti metodi di assegnazione delle opzioni: l'assegnazione in the money vale a dire con valore positivo se il prezzo di esercizio è inferiore al prezzo di mercato e l'assegnazione out of the money con valore negativo o nullo se il valore delle azioni è pari o inferiore al prezzo di esercizio. Nonostante il valore nullo, derivante dall'assegnazione di opzioni out of the money, queste possono avere valore positivo col passare del tempo. Infatti, la seconda componente del valore dell'opzione è il tempo. Le opzioni out of the money, con apparente valore nullo, possono acquistare valore positivo nel tempo; valore che deriva dall'aspettativa di crescita del prezzo dell'azione nel futuro, variabile fortemente influenzabile dall'operato del CEO. Ovviamente la stima del valore del bonus alla scadenza dell'opzione è semplice poiché coinciderà con il valore dell'azione nel medesimo giorno. Notevolmente più complicato è valutare il valore dell'opzione nella sua durata. Senza esaminare in dettaglio la formula matematica elaborata da Black e Scholes¹⁸⁴ appare opportuno citare le relazioni che intercorrono tra le variabili prese in considerazione dagli autori e il prezzo delle opzioni:

1. L'opportunità economica di esercitare l'opzione deriva dalla differenza tra il prezzo di esercizio e il prezzo di mercato. Questa differenza sarà quindi il guadagno del CEO.
2. La durata dell'opzione incide sul suo valore poiché a una durata più lunga corrisponde una probabilità maggiore che il CEO possa influenzare positivamente il prezzo delle azioni oggetto dell'opzione.
3. Il tasso di interesse privo di rischio incide sul valore dell'opzione in quanto viene utilizzato nel determinare il valore attuale del prezzo di esercizio dell'opzione. Esiste dunque una relazione inversa tra interesse e tasso di attualizzazione, infatti il valore attuale sarà inferiore all'aumentare del tasso di attualizzazione.
4. Il fatto che il titolo abbia volatilità elevata permette di avere un livello teorico di guadagno infinito all'aumentare del valore. Nel caso dovesse invece diminuire il valore si annulla e l'opzione non verrà esercitata.
5. In ultimo, il tasso di dividendo incide negativamente sul valore dell'opzione perché riduce il valore di mercato delle azioni di conseguenza riducendo il possibile guadagno derivante dall'esercizio.

¹⁸³ ARTIACO M., (2013), *Remunerazione degli amministratori e corporate governance: nuovi paradigmi dopo la crisi finanziaria*, Franco Angeli Editore, Milano.

¹⁸⁴ BLACK F., SCHOLES M., (1973), *The pricing of option and corporate liabilities*, Journal of Political Economy, Vol. 81.

In conclusione è necessario ricordare le differenze che intercorrono tra i contratti di opzione legati alla remunerazione del CEO e le opzioni normalmente scambiate sul mercato. Le stock option usate come metodo retributivo del CEO non sono negoziabili sul mercato e sono generalmente soggette al service period del CEO e ciò significa che il loro esercizio è vincolato dalla prestazione continuativa del lavoro del CEO. Inoltre il CEO che riceve la possibilità di opzione sulle azioni è soggetto a un rischio maggiore rispetto al normale risparmiatore poiché soggetto al rischio d'impresa ed al rischio di detenere quantità elevate di azioni non diversificate.

Come si è detto in precedenza, l'utilizzo di piani di stock option come retribuzione del CEO, legata alla performance, hanno conosciuto un sostanziale incremento nel loro utilizzo da parte delle imprese. Esistono infatti infinite possibilità e combinazioni di piani con caratteristiche differenti. Tuttavia si possono distinguere due macro categorie di piani di stock option¹⁸⁵: gli stock option plan e i non option stock plan. I primi prevedono la possibilità per il CEO di acquistare o sottoscrivere azioni dell'impresa mentre i secondi gli attribuiscono un premio costituito da azioni dell'impresa o da denaro in contanti. Nella categoria degli stock option plan è fondamentale inoltre la distinzione tra incentive stock option plan (ISO) e non-qualified stock option plan (NSO). Gli incentive stock option plan concedono al beneficiario dei vantaggi fiscali mentre i non-qualified stock option plan no.

5.6.1 Gli incentive stock option plan (ISO).

I vantaggi degli incentive stock option plan (ISO) sono riconducibili principalmente al differimento della tassazione gravante sulle opzioni che si applica alla data di vendita delle azioni sottoscritte anziché alla data di esercizio e alla riduzione dell'imposizione fiscale che si ottiene applicando l'aliquota fiscale sul capital gain (sulla differenza tra il valore di mercato del titolo e il prezzo di esercizio) e non quella relativa al reddito personale. Per poter accedere alle agevolazioni previste per gli ISO, il piano di stock option deve soddisfare numerose condizioni, stabilite dall'Internal Revenue Code negli USA, ma riprese dalle normative dei paesi europei, che hanno l'effetto di rendere più gravosa per l'impresa la progettazione e la gestione del sistema di incentivazione¹⁸⁶. Per accedere alle agevolazioni i piani:

1. sono approvati dall'assemblea degli azionisti e specificano il numero massimo di azioni che possono essere emesse;
2. sono destinati esclusivamente a dipendenti dell'impresa e identificano le classi di dipendenti che possono ricevere le opzioni;
3. fissano un importo massimo, pari a 100.000 dollari, alle azioni che il dipendente può acquisire in un anno;

¹⁸⁵ ARTIACO M., (2013), *Remunerazione degli amministratori e corporate governance: nuovi paradigmi dopo la crisi finanziaria*, Franco Angeli Editore, Milano.

¹⁸⁶ MIGLIAVACCA L., CADEDU L., PORCELLI M., *Piani di stock option*, Università degli studi di Pavia, Facoltà di Economia.

4. non assegnano opzioni a quei soggetti che detengono una quota dei diritti di voto superiore al 10% a meno che il prezzo di esercizio delle opzioni attribuite a tali persone non siano pari o superiore al 110% del prezzo di mercato del titolo alla data di assegnazione e l'opzione non sia esercitabile oltre 5 anni;
5. hanno un prezzo di esercizio non inferiore alla quotazione di mercato delle azioni nel giorno in cui viene concesso il diritto di opzione;
6. presentano una durata non superiore ai dieci anni e richiedano che trascorra almeno un anno dalla data di esercizio delle opzioni, o due anni dalla data di concessione delle opzioni, prima che le azioni possano essere vendute.

5.6.2 I non-qualified stock option plan (NSO).

I non-qualified stock option plan (NSO) non forniscono alcun vantaggio fiscale per il CEO beneficiario di tale strumento. Essi infatti vengono tassati come la retribuzione fissa. Tuttavia nella categoria dei non-qualified stock option stock plan rientrano molti strumenti tra loro differenti. Riprendendo il lavoro di Migliavacca, Cadeddu e Porcelli ne presentiamo le caratteristiche:

1. Phantom stock – prevedono che il beneficiario riceva al termine del periodo prefissato un premio, in azioni e/o in contanti, calcolato sulla base dell'incremento di valore registrato dalle azioni dell'impresa tra l'inizio e la fine del periodo, maggiorato dagli eventuali dividendi distribuiti.
2. Stock appreciation rights – assegnano al CEO un dato ammontare in contanti, pari alla differenza tra il valore di mercato delle azioni e il prezzo di esercizio. Questa modalità di erogazione del premio, in contanti, può essere anche replicata da un piano di stock option grazie all'inserimento di clausole contrattuali che lasciano al dipendente la facoltà di scegliere tra l'esercizio del diritto di opzione e il pagamento del premio in contanti (cash settlement).
3. Performance shares – prevedono l'assegnazione di un premio in azioni ai manager che hanno contribuito a determinare importanti risultati a medio-lungo termine.
4. Piani di Stock granting – prevedono l'assegnazione di azioni, gratuitamente o a condizioni di particolare favore, ai dipendenti di un'impresa o del gruppo.
5. Restricted stock option plan – prevedono l'assegnazione di un numero variabile di opzioni in funzione del raggiungimento di determinati obiettivi o l'assegnazione onerosa di azioni da restituire alla società in caso di mancato raggiungimento degli obiettivi aziendali.
6. Employee stock ownership plan (ESOP) – particolare forma di azionariato ai prestatori di lavoro, incentivata fiscalmente, che si caratterizza

per l'assegnazione prevalentemente a titolo gratuito di azioni ai dipendenti e per la presenza di un trust fund che gestisce le quote azionarie per conto dei dipendenti fino a quando essi non abbandonano l'impresa.

5.7 L'incentivazione tramite stock options rappresenta un costo per l'impresa e per gli azionisti.

La retribuzione del CEO, tramite l'utilizzo di stock option, rappresenta un costo sia per l'impresa che per la proprietà. La peculiarità di questi piani di incentivazione risiede nel fatto che, alternativamente, possono rappresentare un costo per l'impresa o un costo per gli azionisti. Tuttavia, l'erogazione di opzioni da parte dell'impresa, non rientra tra quelle voci del conto economico che gli azionisti possono verificare e quantificare in modo trasparente e con costi, di tempo e di ricerca, limitati. Non si tratta quindi di un costo esplicito per l'impresa, in quanto non vi è una uscita di cassa come nel caso della retribuzione fissa, ma di un costo implicito o figurato per l'impresa. Artiaco¹⁸⁷ definisce due aspetti da tenere in considerazione per valutare l'importo dell'incentivo e soprattutto su chi ricade l'onere economico dell'incentivo:

1. l'origine delle azioni che vengono utilizzate nel piano di stock option, sulla base del quale è possibile distinguere le operazioni che utilizzano titoli già emessi e operazioni che ricorrono a nuove emissioni di azioni.
2. la differenza tra il prezzo di esercizio e il prezzo di mercato del titolo che consente di distinguere le opzioni in-the-money, out-of-the-money e at-the-money. A seconda che il vesting price (prezzo di esercizio) sia inferiore, superiore o pari al prezzo di mercato.

Appare evidente che determinare l'origine dello strumento sottostante all'opzione serve per stabilire su quale soggetto ricade l'onere e i costi legati alla determinazione del piano. La differenza tra prezzo di esercizio e prezzo di mercato rappresenta, per l'impresa, il costo-opportunità nel cedere queste azioni al CEO, senza quindi generare un ricavo per l'impresa, anziché vendere azioni sul mercato apportando capitale in seno all'impresa.

Nel caso in cui l'impresa decida di utilizzare azioni proprie già emesse l'onere della retribuzione ricadrebbe sull'impresa perché si troverebbe costretta a riacquistare azioni già emesse, generando un onere esplicito nel bilancio. Nel caso in cui le azioni oggetto di opzione derivino da una nuova emissione, l'impresa, pone in essere una diluizione del capitale e un conseguente trasferimento di ricchezza dagli azionisti al CEO. In conclusione se l'impresa cede azioni al CEO, siano esse azioni già emesse o azioni di nuova emissione, ciò rappresenta un costo per l'impresa che è pari

¹⁸⁷ ARTIACO M., (2013), *Remunerazione degli amministratori e corporate governance: nuovi paradigmi dopo la crisi finanziaria*, Franco Angeli Editore, Milano.

alla differenza (negativa) tra il prezzo di mercato e il prezzo di esercizio moltiplicato per il numero di azioni oggetto del piano di incentivazione. Il costo di diluizione è invece rappresentato dalla differenza tra il prezzo di opzione e il costo del titolo. Infine vi sono tutti gli oneri accessori legati alla definizione e alla gestione del piano che richiedono l'impegno di diverse figure professionali all'interno dell'impresa. Naturalmente questi oneri accessori si moltiplicano nel caso in cui l'impresa dovesse servirsi di consulenti, in materia di retribuzione, esterni all'impresa.

Inoltre un primo limite riscontrabile nei piani legati alla cessione di opzioni riprende la teoria del *mangerial power approach*. Lo studio di Bebchuck e Fried sottolinea infatti come i CEO siano in grado di usare la loro influenza sui *compensation board* per ottenere piani di *stock option* a loro favorevoli e devianti dall'*optimal contracting*. Inoltre il crescente aumento dell'entusiasmo legato all'utilizzo di metodi retributivi che fossero in grado di mettere in relazione l'operato del CEO con l'andamento dell'impresa ha permesso agli amministratori di ottenere maggiori compensi (sotto forma di opzioni) senza però ridurre la componente fissa della retribuzione annua.

Il secondo limite derivante dall'adozione delle opzioni, per incentivare il CEO è l'impossibilità di determinare con assoluta certezza i motivi dell'apprezzamento delle azioni dell'impresa. Infatti, l'aumento del prezzo delle azioni può derivare sia da strategie poste in essere dal CEO, in questo caso meritevole di bonus legato al suo operato sia da fluttuazioni del mercato, o di interi settori, indipendentemente dalle capacità di governance del manager. Rappaport¹⁸⁸ propone come soluzione a questo problema la possibilità di legare il prezzo di esercizio dell'opzione a indicatori di mercato o del settore. Tuttavia lo studio empirico condotto dagli autori¹⁸⁹ dimostra che la quasi totalità delle imprese adotta piani di incentivazione che prevedono opzioni non indicizzate a indicatori di mercato o di performance del settore. Questo si può spiegare con la teoria del *mangerial power*, quindi dell'influenza che ha il CEO sulle decisioni prese dal board che si occupa di stabilire la retribuzione del CEO.

Lo studio di Murphy¹⁹⁰ mette in luce un altro limite dei piani di *stock option*: l'utilizzo delle opzioni *at-the-money*, il cui prezzo di esercizio è uguale al prezzo dell'azione sul mercato il giorno in cui viene concesso il bonus. Tuttavia essendo i piani individuali, cioè legati all'operato CEO, è difficile che lo stabilire un prezzo basandosi sul prezzo del mercato possa essere una scelta che soddisfi le esigenze dell'impresa. D'altronde l'incentivazione del manager dipende da molti fattori (ricchezza, età, avversità o propensione al rischio, ecc) quindi l'utilizzo di opzioni il cui prezzo di esercizio è *out-of-the-money* può essere un sistema di incentivazione mi-

¹⁸⁸ RAPPAPORT A., (1999), *New thinking on how to link executive pay with performance*, Harvard Business Review.

¹⁸⁹ BEBCHUCK L. A., FRIED J. M., (2003), *Executive compensation as an agency problem*, Working paper N°9813, National Bureau of Economic Research.

¹⁹⁰ MURPHY K. J., (1999), *Executive compensation*, Working paper.

giore poiché permetterebbe di ottenere un maggior livello di sensibilità delle opzioni, e del valore da esse create, al valore creato dal CEO per gli azionisti¹⁹¹. Habib e Ljungqvist¹⁹² concorrono nel suggerire che l'adozione di piani basati sulle opzioni out-of-the-money anziché di opzioni in-the-money possa incrementare il valore dell'impresa.

Si è detto in precedenza che una delle componenti del valore delle opzioni è il tempo. Infatti con il tempo lo strumento finanziario sottostante l'opzione può subire delle fluttuazioni. Queste fluttuazioni, come si è visto, possono dipendere da fattori esogeni all'impresa ma anche da fattori endogeni, tra i quali le scelte prese dal CEO nell'ambito del governo dell'impresa. Quindi se il valore delle opzioni aumenta all'aumentare della loro volatilità, che si è detto può dipendere da azioni intraprese dal CEO, allora sarà maggiormente incentivato a intraprendere investimenti con un grado di rischio maggiore, favorendo così l'incremento del suo guadagno aumentando la redditività derivante dall'esercizio dell'opzione.

Un altro rischio legato alla cessione di azioni al CEO è la possibile perdita di valore del titolo in seguito alla cessione delle azioni al manager. Se l'incentivo si basa su azioni già in circolazione allora il costo dell'incentivo grava sull'impresa che possiede i titoli ed è pari alla differenza tra il prezzo di esercizio e il valore di mercato del titolo mentre nel caso di emissione di nuove azioni il costo grava sugli azionisti ed è rappresentato dalla relativa diluizione azionaria.

Inoltre il mercato può reagire in modo negativo alla cessazione dei titoli dell'impresa da parte del CEO. L'azionista potrebbe percepire la vendita delle azioni detenute dal CEO come sintomo di futura perdita di valore del titolo (sempre perché il CEO, godendo di asimmetria informativa, è in grado di valutare le ripercussioni del suo operato sull'andamento futuro dell'impresa) innescando così una possibile vendita a catena delle azioni e arrecando un danno agli stakeholders dell'impresa. Inoltre come ben lo esplicano Migliavacca et al., il rischio di sottostimare il costo implicito nell'emissione di un ingente quantitativo di opzioni, quando si assegna un elevato quantitativo di opzioni che consentono di acquistare (o sottoscrivere) le azioni ad un prezzo sensibilmente inferiore a quello di mercato del titolo, rischia di produrre un ingente danno agli azionisti. Questo può accadere per due motivi: da un lato vi è la possibilità che il prezzo di un titolo diminuisca conseguentemente alla cessione delle azioni; dall'altro vi è l'effetto di diluizione derivante dall'esercizio delle opzioni a valori inferiori a quelli di mercato.

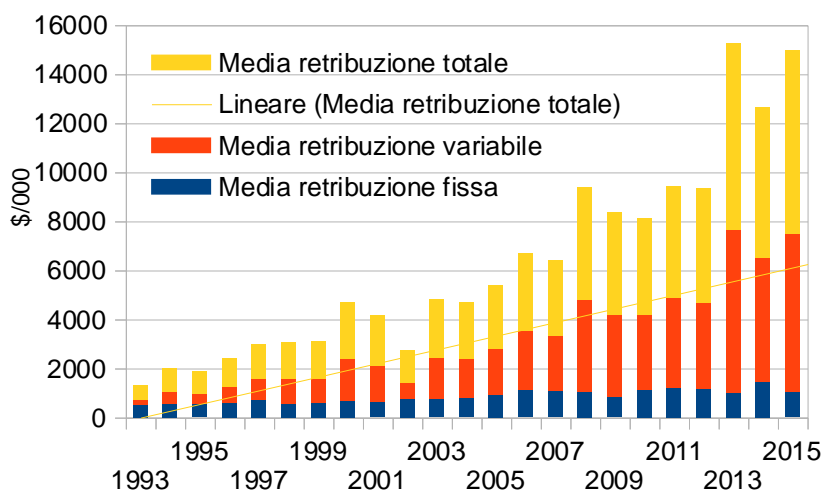
¹⁹¹ HALL B., (1999), *A better way to pay CEO's ?*, in *Executive compensation and shareholder value: theory and evidence*, Carpenter J., Yermack D., Kluwer Academic, pp 35-46.

¹⁹² HABIB M. A., LJUNGQVIST A. P., (2000), *Firm value and managerial incentives*, Working paper, London Business School.

5.8 Analisi empirica.

La ricerca condotta, sulla base dei dati raccolti, sembrerebbe confermare ciò che gli accademici hanno evidenziato. Si può notare, infatti, che la retribuzione variabile del CEO rappresenta oggi la componente più importante della retribuzione totale. L'elaborazione grafica della Figura 5.11, vuole rappresentare la crescita della componente variabile della retribuzione rispetto alla componente fissa e totale. È interessante notare che, nel periodo 1993-2015, la media della retribuzione variabile, legata agli incentivi annuali ed ai bonus, e di conseguenza la media della retribuzione totale, hanno conosciuto un costante aumento. Il grafico a barre cerca quindi di evidenziare le componenti fisse e variabili rispetto alla retribuzione totale, sottolineando tramite l'utilizzo della retta di tendenza la crescita delle variabili esaminate.

Figura 5.11 Evoluzione delle componenti retributive del CEO



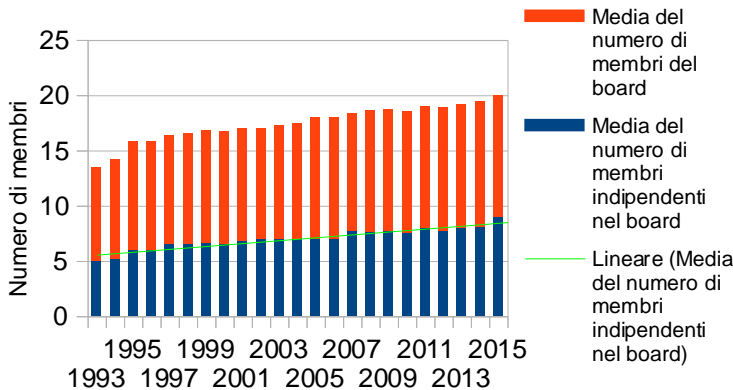
Dal grafico della Figura sottostante appare evidente che la componente variabile della retribuzione variabile sia aumentata molto più della retribuzione fissa. Dalla Figura successiva si può inoltre vedere il risultato dell'applicazione del CAGR, compound annual growth rate, che mostra il tasso di crescita della retribuzione per ogni sua componente.

Figura 5.12 Calcolo del CAGR sulle componenti della retribuzione

Retribuzione	CAGR
Retribuzione totale	12,20%
Retribuzione fissa	3,44%
Retribuzione variabile	16,59%

Fonte: Elaborazione propria

Si evidenzia dunque una crescita annua del 16,59% della retribuzione variabile rispetto al 3,44% della retribuzione fissa. La crescita esponenziale della retribuzione variabile viene riconfermata anche dalla letteratura. Murphy (1999), nel suo lavoro intitolato *Executive compensation*, indica, come fattore scatenante, della crescita della retribuzione variabile, “l’esplosione” nell’utilizzo delle stock option come strumento di incentivazione del management. Egli spiega che, dagli anni '90 in poi, vi è stato un vero e proprio attacco a quello che lui definisce “gli eccessi degli anni '80”. Mentre i sistemi retributivi continuavano a seguire il trend degli anni '60 e '70, questi non erano più adatti negli anni '90 in quanto la funzione stessa dell’impresa era cambiata. Si è infatti passati da una logica del profitto ad una logica della creazione di valore. Naturalmente anche la crescita del numero di imprese ad azionariato diffuso, che sempre più hanno preso il posto dei family businesses, ha generato una maggior retribuzione del capitale per gli azionisti e l’implementazione dell’ottica di lungo periodo nella gestione dell’impresa. Con la nascita di internet e delle information technologies, le imprese, per creare valore per gli azionisti hanno dovuto aumentare gli investimenti e cercare nuove risorse sul mercato. L’espansione delle dimensioni delle imprese e la loro conseguente transnazionalità, ha indotto i legislatori nazionali e sovranazionali a intervenire per regolamentare le pratiche contrattuali tra proprietà e agente. Una importante misura di controllo sull’operato del CEO, introdotta dai legislatori, è senz’altro la presenza, sempre più preponderante, di membri indipendenti nei consigli di amministrazione. La ricerca (Figura 36) ha infatti evidenziato come il numero di membri indipendenti del board sia cresciuto, seppur di poco, dagli anni '90 ad oggi.

Figura 5.13 Evoluzione della composizione del board of director

Fonte: Elaborazione propria

La maggioranza dei consigli di amministrazione delle imprese, come si può vedere dalla Figura sovrastante, è composta da membri indipendenti rispetto all'impresa. Anche la letteratura (Murphy, Bebchuck, Fried et al.) conferma l'adozione di misure volte a limitare l'influenza del CEO sul board of director e sul compensation committee. L'indipendenza del board dal managerial power del CEO è dunque fondamentale. Tuttavia, nonostante le imprese sembrino adottare misure volte a mitigare il conflitto di interesse tra CEO e azionisti, l'evidenza empirica del costante aumento della retribuzione evidenzia che molta strada resta ancora da fare. Questo perché l'evoluzione dei sistemi retributivi del CEO, elaborati dalle imprese e sempre più complessi, è più rapida dell'evoluzione normativa e della capacità del legislatore di trovare un equilibrio tra tutela degli azionisti e liberismo economico.

5.9 Conclusioni

Questo lavoro ha permesso di analizzare gli amministratori delegati sotto diversi punti di vista, grazie all'integrazione della parte teorica con la parte pratica rappresentata dall'analisi di un database contenente molte informazioni sui CEO delle aziende.

L'evidenza empirica che ci siamo trovati di fronte è che l'amministratore delegato è una componente chiave nella definizione e nella esecuzione della strategia aziendale; strategia che viene definita dal consiglio di amministrazione che a sua volta è la rappresentazione degli azionisti dell'impresa.

Volendo, per quanto possibile, sintetizzare i risultati di questo lavoro di ricerca si possono declinare alcuni risultati chiave.

Primo. Quando l'amministratore delegato non ha un rapporto familiare con la proprietà resta in carica in media 5,33 anni con una deviazione standard di 3,38 anni. La durata massima in carica identificata dal nostro campione è di 13 anni e la mediana è 4 anni. Considerato che il campione di riferimento sono le imprese presenti nel MSCI World Index, e quindi aziende di grandi dimensioni, il periodo di carica non è particolarmente lungo. In alcuni casi, soprattutto quando si sta sotto la media, pare legittimo chiedersi quale impatto l'amministratore delegato possa avere su una struttura complessa.

Resta da considerare che le aziende per rimanere nel MSCI devono avere due caratteristiche che, per quanto scontate, è bene qui richiamare: devono non fallire e devono continuare ad essere grandi (in caso contrario escono dall'indice). Considerato che il campione analizzato contiene dati finanziari che si sviluppano su un arco di 25 anni e l'analisi sugli amministratori delegati ha coperto la stessa durata, pare evidente poter affermare che in un arco di tempo così lungo queste aziende sono state "di successo" pur con "tenure" dei loro amministratori delegati non superiori a un quinquennio.

A questa analisi ha contribuito in modo rilevante, l'analisi parallela fatta sugli amministratori delegati della stessa famiglia che esprimeva un controllo sull'impresa e sulla nomina di una parte maggioritaria del suo consiglio di amministrazione. In questo caso si è potuto evidenziare come la durata media dell'incarico sale a 18,88 anni con una deviazione standard di 8,02 anni. La durata massima è di 40 anni. Per questa categoria, come per la precedente, valgono le considerazioni fatte sulla necessità di essere "di successo" per rimanere nell'indice per un arco di tempo lungo. La conseguenza logica, di queste due analisi, è che la durata in carica non è una condizione che definisce il successo: due categorie diverse di imprese ha ottenuto buoni risultati pur avendo amministratori alla guida con durate diverse.

Secondo. Le modalità e le casistiche del susseguirsi di un amministratore delegato sono diverse ma, l'impatto sulle performance dell'azienda ex ante ed ex post, sono la variabile più rilevante. La decisione sul cambiamento di un amministratore delegato è fortemente guidata dai risultati, infatti la nostra ricerca ha evidenziato come si procrastino avvicendamenti, anche pianificati, in presenza di risultati soddisfacenti per gli azionisti. La cosa è di interesse per i decision maker perché la teoria ha dimostrato che mantenere un amministratore delegato di successo oltre un certo limite di tempo può costituire un rischio per la performance successiva: in sostanza, si rischia di godersi un futuro prossimo positivo mettendo a repentaglio le performance del futuro più lontano.

Terzo. Le nostre analisi sull'avvicendamento dell'amministratore delegato sono coerenti con la letteratura quando afferma che la causa del cambiamento è la performance (tanto che in presenza di performance positiva si procrastina la decisione: come visto nel punto precedente). È rilevante il risultato (anche questo a conferma di parte della letteratura) che evidenzia come le performance post avvicendamento non migliorino sempre. Nello specifico: esiste una forte correlazione tra risultati e avvicendamento, i.e. quando le performance sono negative si cambia, ma non esiste una correlazione forte tra avvicendamento e miglioramento della performance. Ne

conseguenze che la decisione sull'amministratore delegato ha un impatto diretto e rilevante sulle performance dell'azienda, solo quando questa è una "buona" decisione le performance migliorano.

In questo contesto è parso di particolare interesse fare un breve ma significativo approfondimento su come la letteratura abbia affrontato il rapporto tra mercato, azionisti, consiglio di amministrazione e decisione sul cambiamento dell'amministratore delegato.

Il campione utilizzato per la ricerca, l'MSCI World Index, è sovranazionale per definizione e, contiene quindi in sé alcune caratteristiche rilevanti per il ricercatore. La prima è il fatto di abbracciare diversi sistemi di governance locale, i.e. il sistema in cui l'impresa si trova data la nazione in cui la società ha la sua sede. La seconda è di condividere lo stesso universo di azionisti di riferimento: i grandi investitori internazionali; infatti una grande impresa con sede legale in un paese di sviluppo non può non attrarre investitori di standing internazionale a prescindere dal mercato finanziario in cui è quotata. In fondo questa è la logica stessa dell'esistenza dell'indice MSCI world che fornisce un benchmark a questo tipo di investitori per questo tipo di investimento.

La conseguenza di queste due caratteristiche è che le aziende analizzate hanno una governance che è costruita sul sistema giuridico del paese di "incorporazione" (e.g.: legge commerciale tedesca, inglese o giapponese), sono influenzate dalla cultura del mondo in cui sono nate (anglosassone, europea, giapponese, araba) e sono, comunque, guidate dalle regole di governance imposte dai grandi investitori internazionali (e.g. rappresentanza degli azionisti, amministratori indipendenti, proxy systems, controllo dell'assemblea sui compensi etc). A questo è utile aggiungere che la nostra ricerca ha dimostrato che la cultura di base e le regole di funzionamento, oltre che la sede, dei grandi investitori internazionali è sostanzialmente anglosassone.

In questo contesto è parso particolarmente utile approfondire il ruolo degli azionisti, delle assemblee e dei consigli di amministrazione nella decisione sull'avvicendamento dell'amministratore delegato. Forse a causa della complessità del contesto, come sopra definito, non è stato possibile definire una univocità di comportamento ed una chiara connessione di causa/effetto, ma è risultato evidente che in modi diversi gli azionisti di maggioranza abbiano un ruolo chiave nella decisione, e questo non solo per le aziende a controllo familiare. Il modo e le tecniche con cui questo ruolo viene interpretato, cambiano a seconda del paese di sede e della cultura che ha informato il sistema di governance dell'impresa.

Quarto. L'evidenza empirica ha confermato che si chiama un amministratore delegato dall'esterno quando si vuole imporre un cambiamento più radicale all'impresa. L'intenzione di cambiamento, in questo caso, è focalizzato su un cambiamento più olistico, culturale e non solo su un'inversione delle performance.

Non è stata evidenziata, anche in questo caso, nessuna particolare correlazione definitiva tra le performance post avvicendamento e il fatto che l'amministratore delegato arrivi dall'interno o dall'esterno dell'azienda. Questo conferma, come il punto due in precedenza, che la decisione sull'amministratore delegato è delicata in quanto non basta definire alcune categorie, i.e. cambiarlo, sceglierlo interno o

esterno, perché la decisione sia positiva. In sostanza, con il nostro lavoro, abbiamo dimostrato che non esistono una o più categorie di decisione che possono definire un nesso univoco di causa/effetto per scegliere l'amministratore delegato più adatto. Questo risultato è una costante sia per le aziende a proprietà diffusa che per le aziende a controllo familiare.

Quinto. L'età dell'amministratore delegato è una variabile che influenza le decisioni dello stesso. L'MSCI World Index copre uno spettro ampio di imprese, settori industriali, mercati finanziari e paesi, ma questo risultato è rimasto consistente in tutte le analisi quantitative di approfondimento effettuate. Nello specifico è stato possibile dimostrare l'atteggiamento verso due categorie di decisioni rilevanti per la vita dell'impresa e che possono essere considerate come la misurazione della propensione al rischio: le decisioni sull'M&A e sugli investimenti in R&D. Con indicatori di significatività leggermente diversi ma entrambi positivi è emersa la correlazione tra aumento dell'età e diminuzione di questo tipo di decisione. Questo finding, soprattutto se collegato al fatto che in presenza di performance soddisfacenti si tende a "far invecchiare" l'amministratore delegato piuttosto che cambiarlo (punto tre precedente), pare avere una rilevante implicazione sia a livello teorico che per i decision maker practitioner.

Sesto. Le retribuzioni degli amministratori delegati negli ultimi venticinque anni hanno continuato a crescere. L'ampiezza e la diffusione geografica del campione utilizzato ci ha permesso di liberare questo dato da considerazioni geografiche (e.g. la crescita dei compensi è un fenomeno solo dei mercati anglosassoni) e di settore industriale (e.g.: i compensi crescono nei settori industriali con maggiori tassi di sviluppo). Negli ultimi venticinque anni i compensi sono cresciuti del 12,2% medio all'anno e la componente che è maggiormente cresciuta è quella variabile: 16,59% rispetto al 3,44% della componente fissa. Questo dato pare corroborare la parte di teoria che sostiene l'impossibilità di arginare il potere degli amministratori delegati rispetto alla possibilità di proteggere gli interessi degli azionisti. Tale corrente di pensiero potrebbe essere ulteriormente rafforzata da un secondo dato che la nostra analisi empirica ha prodotto: il compenso di un amministratore delegato familiare è la metà di quello di un amministratore delegato esterno (1,999M\$ rispetto a 3,895M\$). Non ci sembra che tale impostazione possa essere sposata in pieno, per quanto sostenuta con logica e consistenza nella letteratura, in quanto alcune considerazioni sono, a nostro parere, da aggiungere.

La prima concerne il fatto che il compenso degli amministratori delegati familiari ha logiche non di puro mercato, l'amministratore delegato di rado infatti pensa e pianifica una carriera al di fuori dell'azienda in cui la sua famiglia ha un ruolo di controllo. Inoltre le decisioni sul compenso di un familiare, anche in aziende quotate, segue spesso decisioni di opportunità e di etica che devono essere lette, per essere comprese, nel contesto più ampio dei rapporti tra famiglia e azienda. Oltre a queste considerazioni derivanti dalla letteratura sulle aziende familiari, è evidente come le politiche volte alla disclosure dei dati aziendali e riguardanti il governo dell'impresa, quali l'introduzione di membri indipendenti nei consigli d'amministrazione, le votazioni sui compensi etc, hanno diminuito la conflittualità di interessi tra manager esecutivi e azionisti. Non possiamo certo dire di essere giunti, né nella

letteratura né nella pratica, a risultati risolutivi e definitivi ma tutta la nostra ricerca ne ha evidenziato un forte ed inequivocabile miglioramento.

Questi risultati non esauriscono certamente il campo di ricerca che, (forse) con troppa ambizione, ci eravamo posti di indagare all'inizio del lavoro. Essi forniscono, comunque, una buona sintesi della letteratura esistente e contribuiscono a questa con una parte di evidenza empirica che riteniamo possa essere utile per avviare nuovi progetti di ricerca e stimolare altri ricercatori a valutare la bontà dei nostri risultati sperimentali. I "practitioners" potranno trovare in questo lavoro un compendio della letteratura esistente ed alcuni risultati che possono aiutare ad impostare processi decisionali complessi come quello della scelta di un amministratore delegato. Per gli attori di entrambi gli ambiti crediamo di aver dimostrato che l'amministratore delegato e la sua scelta ha una funzione chiave nella definizione e nell'esecuzione della strategia aziendale.

Bibliografia

Abelson R., (2001), Enron Board Comes Under a Storm of Criticism, New York Times.

Action Plan on European company law and corporate governance (IP/12/1340); Communication on the long-term financing of the European economy published, (2014), IP/14/320.

Agle B. R., Mitchell R. K., Sonnenfeld J. A., (1999), Who matters to Ceos? An investigation of stakeholder attributes and salience, corporate performance, and Ceo values, *Academy of Management journal*, 42(5), 507-525.

Agrawal A., Knoeber C.R., Tsoulouhas T., (2003), Are outsiders handicapped in CEO successions?, Mimeo, University of Alabama.

Akerlof G., (1970), The Market for Lemons: Quality Uncertainty and the Market Mechanism;

Argote L., Beckman S. L., Epple D., (1990), The persistence and transfer of learning in industrial settings, *Management Science* 36: 140 – 154.

Argote L., Epple D., (1990), Learning curves in manufacturing, *Science* 247: 920 – 924.

Aguilera R. V., Dencker J. C., (2004), The role of human resource management in cross-border mergers and acquisitions, *The International Journal of Human Resource Management*, 15(8), 1355-1370.

Andrade G., Mitchell M. L., Stafford E., (2001), New evidence and perspectives on mergers.

Artiaco M., (2013), Remunerazione degli amministratori e corporate governance: nuovi paradigmi dopo la crisi finanziaria, Franco Angeli Editore, Milano.

Aune J. C., Riise P., (2015), Market reactions to CEO turnovers: empirical study on the market reaction to a CEO turnover.

Auster E. R., Sirower M. L., (2002), The dynamics of merger and acquisition waves a three-stage conceptual framework with implications for practice, *The Journal of Applied Behavioral Science*, 38(2), 216-244.

Baker G., Jensen M., Murphy K. J., (1988), Compensation and incentives: practice vs. theory, *Journal of Finance*, 43(3), pp 593-616.

Bakija J., Cole A., Heim B.T., (2012), Jobs and Income Growth of Top Earners and the Causes of Changing Income Inequality: Evidence from U.S. Tax Return Data.

Baliga B., Moyer R. C., Rao R. S., (1996), CEO duality and firm performance: what's the fuss?, *Strategic Management Journal*, 17(1), 41-53.

Ballinger G. A., Marcel J. J. (2010), The use of an interim CEO during succession episodes and firm performance, *Strategic Management Journal*, 31(3), 262-283.

Bantel K., Jackson S. E., (1989), Top management and innovations in banking: Does the composition of the top team make a difference?, *Strategic Management Journal*, 10, 107-124.

Barker III V. L., Mueller G. C., (2002), CEO characteristics and firm R&D spending, *Management Science*, 48(6), 782-801.

Baysinger B., Hoskisson R. E., (1989), Diversification strategy and R&D intensity in multiproduct firms, *Academy of Management journal*, 32(2), 310-332.

Baysinger B. D., Kosnik R. D., Turk T. A., (1991), Effects of board and ownership structure on corporate R&D strategy, *Academy of Management journal*, 34(1), 205-214.

Bebchuck L. A., Fried J. M., (2003), Executive compensation as an agency problem, Working paper N°9813, National Bureau of Economic Research.

Becker B., Huselid M., (1992), The Incentive Effects of Tournament Compensation Systems, *Administrative Science Quarterly*, 37, pp. 336-350.

Becker G., (1962), Investment in Human Capital: A Theoretical Analysis, *Journal of Political Economy*, 70, pp. 9-49.

Becker G., (1964), *Human Capital*, NBER: New York.

Berle A. Jr., Means G. C., (1932), *The Modern Corporation and Private Property*, The Macmillan Company, New York.

Bertrand M., Mullainathan S., (2003), Enjoying the quiet life? Corporate governance and managerial preferences, *Journal of Political Economy*, 111(5), 1043-1075.

Black F., Scholes M., (1973), The pricing of option and corporate liabilities, *Journal of Political Economy*, Vol. 81.

Block J. H., (2011), How to Pay Nonfamily Managers in Large Family Firms: A Principal—Agent Model, *Family Business Review*, vol. 24 no. 1, 9-27.

Boeker W., (1997), Executive migration and strategic change: The effect of top manager movement on product-market entry, *Administrative Science Quarterly*, 42, 213-236.

Bonomo F., (2013), Sulla trasparenza si gioca la sfida per i proxy advisor, *Il Sole 24 Ore*.

Borokhovich K. A., Brunarski K. R., Parrino R., (1997), CEO contracting and anti-takeover amendments, *Journal of Finance*, Vol 52, pp1495-1517.

Bower J. L., (2001), Not All M&As Are Alike—and That Matters.

Brady G. F., Helmich D. L., (1984), *Executive succession*, Englewood Cliffs, NJ.

Brady G. F., Fulmer R. M., Helmich D. L., (1982), Planning executive succession: The effect of recruitment source and organizational problems on anticipated tenure, *Strategic Management Journal*, 3(3), 269-275.

Bresciani S., Ferraris A., (2012), *Imprese multinazionali: innovazione e scelte localizzative*, Maggioli Editore.

Breton-Miller L., Miller D., (2006), Why Do Some Family Businesses Out-Compete? Governance, Long-Term Orientations, and Sustainable Capability, *Entrepreneurship theory and practice*, 30(6), 731-746.

Brickley J. A., Coles J. L., Jarrell G., (1997), Leadership structure: Separating the CEO and chairman of the board, *Journal of corporate Finance*, 3(3), 189-220.

Bryan S., Hwang L., Lilien S., (2000), CEO stock-based compensation: an empirical analysis of incentive-intensity, relative mix, and economic determinants, *The Journal of Business*, Vol 73, N°4, pp 661-693.

Burkart M., Panunzi F., Shleifer A., (2002), Family firms (No. w8776), National Bureau of Economic Research.

Butler S. A., Newman H. A., (1989), Agency control mechanism effectiveness and decision making in an executive's final year with a firm, *Journal of Institutional*

and Theoretical Economics (JITE)/Zeitschrift für die gesamte Staatswissenschaft, 451-464.

Byrd J. W., Hickman K. A., (1992), Do outside director monitor managers? Evidence from tender offer bids, *Journal of financial Economics*, 32(2), 195-221.

Carlson R. O., (1972), *School superintendents: Career and performance*, Columbus, Ohio: Chas. E. Merrill Publishing Co.

Cartwright S., Cooper C. L., (2012), *Managing Mergers Acquisitions and Strategic Alliances*, Routledge.

Cartwright S., Cooper C. L., (2014), *Mergers and acquisitions: The human factor*, Butterworth-Heinemann.

Cazier R. A., (2011), Measuring R&D curtailment among short-horizon CEOs, *Journal of Corporate Finance*, 17(3), 584-594.

Cazier R. A., (2009), R&D Spending Among Short-Horizon CEOs: A Re-Examination, SSRN 1532270.

Chen D., Zheng Y., (2014), CEO tenure and risk-taking, *Global Business and Finance Review*, 19(1), p1-27.

Cheng S., Nagar V., Rajan M. V., (2001), Control versus risk in stock-based incentives: evidence from antitakeover regulation. Working Paper, University of Michigan Business School.

Child J., (1972), Organizational structure, environment and performance: The role of strategic choice, *Sociology*, 6(1), 1-22.

Child J., (1974), Managerial and organizational factors associated with company performance part I, *Journal of Management studies*, 11(3), 175-189.

Cho S., Rui O. M., (2009), Exploring the Effects of China's Two-tier Board System and Ownership Structure on Firm Performance and Earnings Informativeness, *Asia-Pacific Journal of Accounting & Economics*, Volume 16, Issue 1, pages 95-117.

Chu J., Faasse J., Rau R., (2014), Do Compensation Consultants Enable Higher CEO Pay? New Evidence from Recent Disclosure Rule Changes, University of Cambridge Judge Business School.

Clarkston Consulting, What Impact Does CEO Tenure Have on a Company's Success?

Coles J. L., Daniel N. D., Naveen L., (2006), Managerial incentives and risk-taking, *Journal of Financial Economics*, 79(2), 431-468.

Canyon M. J., (2006), Executive compensation and incentives, *The Academy of Management Perspectives*, 20(1), pp 25-44.

Coulson-Thomas C., (2007), *Developing director: a handbook for building an effective boardroom team*, Policy Publications, Water Newton, UK.

Core J. E., Holthausen W., Larcker D. E., (1999), Corporate governance, chief executive compensation and firm performance, *Journal of Financial Economics*, N°51, pp371-406.

Cronqvist H., Makhija A. K., Yonker S. E., (2012), Behavioral consistency in corporate finance: CEO personal and corporate leverage, *Journal of financial economics*, 103(1), 20-40.

Cronqvist H., Siegel S., (2012), Why do individuals exhibit investment biases, Claremont McKenna College Robert Day School of Economics and Finance Research Paper.

Crystal G. S., (1991), *In search of excess*, Norton.

Cyert R, March J., (1963), *A Behavioral Theory of the Firm*, Prentice Hall: Englewood Cliffs, NJ.

Daellenbach U. S., McCarthy A. M., Schoenecker, T. S., (1999), Commitment to innovation: The impact of top management team characteristics, *R&D Management*, 29(3), 199-208.

Dearborn D. C., Simon H. A., (1958), Selective perception: A note on the departmental identifications of executives, *Sociometry*, 140-144.

Dechow P. M., Sloan R. G., (1991), Executive incentives and the horizon problem: An empirical investigation, *Journal of accounting and Economics*, 14(1), 51-89.

Denis D. J., Denis D. K., (1995), Performance changes following top management dismissals, *Journal of Finance*, 1029-1057.

De Vries M. F. K., (1987), *The dark side of CEO succession*, INSEAD.

Elsaid E., Wang X., Davidson III W. N., (2011), Does experience matter? CEO successions by former CEOs, *Managerial Finance*, 37(10), 915-939.

Erkens D. H., Hung M., Matos P., (2010), Corporate governance in the 2007-2008 Financial Crisis: Evidence from Financial Institutions Worldwide, *Journal of Corporate Finance*, Vol. 18, N°2, pp 389-411, paragrafo 4.2.

Ferrini R. L., Barrett-Connor E., (1998), Sex hormones and age: a cross-sectional study of testosterone and estradiol and their bioavailable fractions in community-dwelling men, *American journal of epidemiology*, 147(8), 750-754.

Finkelstein S., Hambrick D. C., (1996), *Strategic Leadership: Top Executives and their Effects on Organizations*, West Publishing: St Paul, MN.

Finkelstein S., Hambrick D. C., (1990), Top management team tenure and organizational outcomes: The moderating role of managerial discretion. *Administrative Science Quarterly*, 35, 484-503.

Fisman R. J., Khurana R., Rhodes-Kropf M., (2005), *Governance and CEO turnover: Do something or do the right thing*, mimeo.

Friedman S. D., Singh H., (1989), CEO succession and stockholder reaction: The influence of organizational context and event content, *Academy of Management Journal*, 32(4), 718-744.

Gabarro J., (1987), *The Dynamics of Taking Charge*, Harvard Business School Press: Boston, MA.

Gamson W. A., Scotch N., (1964), Scapegoating in baseball, *American Journal of Sociology*, 70, 69-72.

Garen J., (1994), Executive compensation and principal-agent theory, *Journal of Political Economy*, 102(6), pp 1175-1199.

Garfinkel J. A., Kim J., Lee K. H., (2012), *External Governance, Risk Taking and Outcomes: The Importance of CEO Career Concerns*.

Gephart R. P. Jr., (1978), Status degradation and organizational succession: An ethnomethodological approach, *Administrative Science Quarterly*, 23(4), 553-581.

Gouldner A., (1954), *Patterns in Industrial Bureaucracy*, Glencoe, Illinois: Free Press.

Graves S. B., (1988), Institutional ownership and corporate R&D in the computer industry, *Academy of Management Journal*, 31(2), 417-428.

Green J., Hymowitz C., (2013), U.S. CEO Turnover Reaches Highest Level Since 2008, *Bloomberg News*.

Gwynne P., (2003), How CEO Characteristics Affect R&D Spending, *MIT Sloan Management Review*.

Habib M. A., Ljungqvist A. P., (2000), Firm value and managerial incentives, Working paper, London Business School.

Hagedoorn J., Duysters G., (2002), External sources of innovative capabilities: the preferences for strategic alliances or mergers and acquisitions, *Journal of management studies*, 39, 167-188.

Hall B., (1999), A better way to pay CEO's ?, in *Executive compensation and shareholder value: theory and evidence*, Carpenter J., Yermack D., Kluwer Academic, pp 35-46.

Hambrick D. C., Mason P. A., (1984), Upper echelons: The organization as a reflection of its top managers, *Academy of management review*, 9(2), 193-206.

Hambrick D. C., Geletkanycz M., Fredrickson J., (1993), Top executive commitment to the status quo: some tests of its determinants, *Strategic Management Journal*, 14(6): 401-418.

Hambrick D. C., (1995), Fragmentation and the other problems CEOs have with their top management teams, *California Management Review* 37: 110 – 127.

Hambrick D. C., Fukutomi G., (1991), The seasons of a CEO's tenure, *Academy of Management Review*, 16: 719–742.

Hannan M. T., Freeman J., (1984), Structural Inertia and Organizational Change, *American Sociological Review*, Vol. 49, No. 2, pp. 149-164.

Hannan M. T., Freeman J., (1977), The population ecology of organizations, *American journal of sociology*, 929-964.

Hansen G. S., Hill C. W., (1991), Are institutional investors myopic? A time-series study of four technology-driven industries, *Strategic Management Journal*, 12(1), 1-16.

Harman D., (1991), The aging process: major risk factor for disease and death, *Proceedings of the National Academy of Sciences*, 88(12), 5360-5363.

Harman S. M., Metter E. J., Tobin J. D., Pearson J., Blackman M. R., (2001), Longitudinal effects of aging on serum total and free testosterone levels in healthy men, *The Journal of Clinical Endocrinology & Metabolism*, 86(2), 724-731.

Hartzell J. C., Starks L. T., (2002), Institutional investors and executive compensation, New York University Stern School of business.

Healy P., (1985), The effect of bonus schemes on accounting decisions, *Journal of Accounting and Economics*, Vol 7, pp 85-107.

Heaton J. B., (2002), Managerial optimism and corporate finance, *Financial management*, 33-45.

Helfat C. E., Bailey E. E., (2005), External succession and disruptive change: heirs-apparent, forced turnover and firm performance, *Strategic Organization*, 3(1), 47-83.

Helmich D. L., (1974), Corporate succession: an examination, *Academy of Management Journal*.

Henderson A.D., Miller D., Hambrick D. C., (2006), How quickly do CEOs become obsolete? Industry dynamism, CEO tenure, and company performance, *Strategic Management Journal*, Volume 27, Issue 5, pages 447–460.

Hill. C., Phan P., (1991), Ceo Tenure As a Determinant of Ceo Pay, *Academy of Management Journal*, 34:3 707-717.

Hijzen A., Görg H., Manchin M., (2008), Cross-border mergers and acquisitions and the role of trade costs, *European Economic Review*, 52(5), 849-866.

Himmelberg C., Hubbard R., (2000), Incentive pay and the market for CEOs: an analysis of pay-for-performance sensitivity, Tuck-JFE Contemporary Corporate Governance Conference.

Hirshleifer D., Thakor A. V., (1992), Managerial conservatism, project choice, and debt, *Review of Financial Studies*, 5(3), 437-470.

Hoffer G. E., Pratt M. D., (1987), Used vehicles, lemons markets, and Used Car Rules: Some empirical evidence. *Journal of Consumer Policy*. Springer Netherlands, Volume 10, Numero 4.

Holcomb T. R., Ireland R. D., Holmes Jr R. M., Hitt M. A., (2009), Architecture of entrepreneurial learning: Exploring the link among heuristics, knowledge, and action, *Entrepreneurship Theory and Practice*, 33(1), 167-192.

Holmström B., (1999), Managerial incentive problems: A dynamic perspective, *The Review of Economic Studies*, 66(1), 169-182.

Huybrechts J., Voordeckers W., Lybaert N., (2013), Entrepreneurial Risk Taking of Private Family Firms. The Influence of a Nonfamily CEO and the Moderating Effect of CEO Tenure, *Family Business Review*, vol. 26 no. 2 161-179.

Jalal A. M., Prezas A. P., (2012), Outsider CEO succession and firm performance, *Journal of Economics and Business*, 64(6), 399-426.

Jensen M.C., (1993), The modern industrial revolution, exit, and the failure of internal control systems, *Journal of Finance*, Volume 48, Issue 3, Pages 831–880.

Jensen M., Meckling W. H., (1976), Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure, *Journal of Financial Economics*, vol.3, n°4, pp.305-360.

Jenter D., Kanaan F., (2015), CEO turnover and relative performance evaluation, *The Journal of Finance*.

Johannisson B., (1990), Economies of overview-guiding the external growth of small firms, *International Small Business Journal*, 9(1), 32-44.

Johnson M. F., Porter S., Shackell M. B., (1997), Stakeholder Pressure and the Structure of Executive Compensation, Working Paper, Michigan State University, University of Massachusetts at Amherst, Notre Dame.

Jungmann C., (2007), The Effectiveness of Corporate Governance in One-Tier and Two-Tier Board Systems – Evidence from the UK and Germany –, *European Company and Financial Law Review*. Volume 3, Issue 4, Pages 426–474.

Karaevli A., (2007), Performance consequences of new CEO ‘Outsiderness’: Moderating effects of pre-and post-succession contexts, *Strategic Management Journal*, 28(7), 681-706.

Kenessey Z., (1987), The Primary, Secondary, Tertiary and Quaternary Sectors of the Economy, The Review of Income and Wealth.

Ketchen D. J., Thomas J. B., Snow C. C., (1993), Organizational configurations and performance: A comparison of theoretical approaches, *Academy of management journal*, 36(6), 1278-1313.

Khurana R., Nohria N., (2000), The performance consequences of CEO turnover, Available at SSRN 219129.

Lazear E. P., Rosen S., (1979), Rank-order tournaments as optimum labor contracts.

Lublin J. S., (2010), CEO Tenure, Stock Gains Often Go Hand-in-Hand, *The Wall Street Journal*.

Lev B., Sougiannis T., (1996), The capitalization, amortization, and value-relevance of R&D, *Journal of accounting and economics*, 21(1), 107-138.

Levinthal D., March J., (1993), The myopia of learning, *Strategic Management Journal*, Winter Special, Issue14: 95–112.

Lounamaa P., March J., (1987), Adaptive coordination of a learning team, *Management Science* 33: 107 – 123.

Lucier C., Spiegel E., Schuyt R., (2002), Why CEOs fall: The causes and consequences of turnover at the top, *Strategy and Business*, 34-47.

MacCrimmon K. R., Wehrung D. A., (1986), Taking risks: The management of uncertainties, New York: Free Press.

MacCrimmon K. R., Wehrung D. A., (1990), Characteristics of risk-taking executives, *Management Science*, 36, 422 – 435.

Mace M. L., (1979), Director: Myth and reality-ten years later. *Rutgers L. Rev.*, 32, 293.

Malmendier U., Nagel S., (2011), Learning from inflation experiences, working paper.

Malmendier U., Tate G., (2005), CEO overconfidence and corporate investment, *The journal of finance*, 60(6), 2661-2700.

March J. G., (1991), Exploration and exploitation in organizational learning, *Organization Science*, 2:71–87.

McKnight P.J., Tomkins C., Weir C., Hobson D., (2000), CEO age and top executive pay: a UK empirical study, *Journal of Management and Governance*.

Migliavacca L., Cadeddu L., Porcelli M., Piani di stock option, Università degli studi di Pavia, Facoltà di Economia.

Miles S. A., Bennett N., (2007), Best practices in succession planning, teddystart.com

Miller D., (1991), Stale in the saddle: CEO tenure and the match between organization and environment, *Management Science*, 37: 34 – 52.

Miller D., Le Breton-Miller I., (2005), *Managing For The Long Run: Lessons In Competitive Advantage From Great Family Businesses*, Harvard Business School Press.

Miller D., (1993), The architecture of simplicity, *Academy of Management Review*, 18: 116–138.

Miller D., (1983), The correlates of entrepreneurship in three types of firms, *Management science*, 29(7), 770-791.

Miller D., Dröge C., (1986), Psychological and traditional determinants of structure, *Administrative Science Quarterly*, 31: 539 – 560.

Miller D., Kets de Vries M., Toulouse J. M., (1982), Top executive locus of control and its relationship to strategy making, structure and environment, *Academy of Management Journal* 24: 221 – 235.

Mishkin F.S., Eakins S.G., Forestieri G., (2011), *Istituzioni e mercati finanziari*, Pearson Prentice Hall, Milano, pp 396-398.

Mobbs S., Raheja C. G., (2010), *Internal Managerial Promotions: Insider Incentives and Firm Valuation*, Wake Forest University Working Paper.

Moeller S. B., Schlingemann F. P., Stulz R. M., (2005), Wealth destruction on a massive scale? A study of acquiring-firm returns in the recent merger wave, *The Journal of Finance*, 60(2), 757-782.

Morck R., Shleifer A., Vishny R. W., (1988), Characteristics of targets of hostile and friendly takeovers. In *Corporate takeovers: Causes and consequences*, pp. 101-136, University of Chicago Press.

Murphy K. J., Zabojnik J., (2006), “Managerial capital and the market for CEOs”, Queen’s Economics Department Working Paper No. 1110

Murphy K. J., (1998), Performance standards in incentive contracts, University of Southern California.

Murphy K. J., (1999), Executive compensation, *Handbook of labor economics*, 3, 2485-2563.

Neff T. J. et al., (2003), The Leadership Challenge 2003, A strategy+business roundtable on CEO turnover and CEO success, *Strategy+Business*.

Neff T.J., (2008), When should CEOs be fired, *Bloomberg Businessweek*.

Nelson R., Winter S., (1982), *An Evolutionary Theory of Economic Change*, Belknap: Cambridge, MA.

Observatoire de l’épargne européenne- OEE, INSEAD OEE Data services, Who owns the European economy? Evolution of the ownership of EU-listed companies between 1970 and 2012, (2012), pp 20-33.

OECD, The role of institutional investors in promoting good corporate governance, p. 10.

Ocasio W., (1994), Political dynamics and the circulation of power: CEO succession in U.S. industrial corporations, 1960-1980, *Administrative Science Quarterly*, 39.

O'Reilly C. A., Flatt S., (1989), Executive team demography, organizational innovation, and firm performance, Working paper: University of California, Berkeley.

O'Reilly C., Main B., Crystal G., (1988), CEO compensation as tournament and social comparison: a tale of two theories, *Administrative Science Quarterly*, 33, pp 257-274.

Parrino R., (1997), CEO turnover and outside succession A cross-sectional analysis *Journal of Financial Economics*, Volume 46, Issue 2, Pages 165–197.

Pearl Meyers and Partners, (2002), *Executive Pay Trends: Looking Forward and Looking Back*.

Pfeffer J., Salancik G., (1978), *The external control of organizations*, New York: Harper & Row.

Pfeffer J., Wagner W. G., O'Reilly C. A., (1984), *Organizational Demography and Turnover in Top-Management Group*, III *Administrative Science Quarterly*, Vol. 29, No. 1, pp. 74-92.

Pi L., Timme S. G., (1993), *Corporate control and bank efficiency*, *Journal of Banking & Finance*, 17(2), 515-530.

Prendergast C., Stole L., (1996), *Impetuous youngsters and jaded old-timers: Acquiring a reputation for learning*, *Journal of Political Economy*, 1105-1134.

Rappaport A., (1999), *New thinking on how to link executive pay with performance*, *Harvard Business Review*.

Rechner P. L., Dalton D. R., (1991), *CEO duality and organizational performance: A longitudinal analysis*, *Strategic Management Journal*, 12(2), 155-160.

Rhodes S. R., (1983), *Age-related differences in work attitudes and behavior: A review and conceptual analysis*, *Psychological bulletin*, 93(2), 328.

Rubin J. Z., Brockner J., (1975), *Factors affecting entrapment in waiting situations: the Rosencrantz and Guildenstern effect*, *Journal of Personality and Social Psychology*, 31: 1054 – 1063.

Roberts S. B., Rosenberg I., (2006), *Nutrition and aging: changes in the regulation of energy metabolism with aging*, *Physiological reviews*, 86(2), 651-667.

Roll R., (1986), *The hubris hypothesis of corporate takeovers*, *Journal of business*, 197-216.

Rose C., (2005), *The Composition of Semi-Two-Tier Corporate Boards and Firm Performance*, *Corporate Governance: An International Review*, Vol. 13, No. 5, pp. 691-701.

Rosen S., (1986), *Prizes and incentives in elimination tournaments*, *American Economic Review*, 76, 701-715.

Rosenberg M., (2007), *Sectors of the Economy*, About.com.

Rouse M. J., Daellenbach U. S., (1999), Rethinking research methods for the resource-based perspective: isolating sources of sustainable competitive advantage, *Strategic management journal*, 20(5), 487-494.

Rowe W. G., Cannella A. A., Rankin D., Gorman D. (2005), Leader succession and organizational performance: Integrating the common-sense, ritual scapegoating, and vicious-circle succession theories, *The Leadership Quarterly*, 16(2), 197-219.

Ryan Jr. H. E., Wiggins III R. A., (2004), Who is in whose pocket? Director compensation, board independence, and barriers to effective monitoring, *Journal of Financial Economics*, Volume 73, Issue 3, Pages 497-524.

Schmidt B., (2015), Costs and benefits of friendly boards during mergers and acquisitions, *Journal of Financial Economics*.

Scharfstein D. S., Stein J. C., (1990), Herd behavior and investment, *The American Economic Review*, 465-479.

Scherer F., (1984), Using linked patent and R&D data to measure interindustry technology flows, In *R&D, patents, and productivity* (pp. 417-464). University of Chicago Press.

Serfling M. A., (2014), CEO age and the riskiness of corporate policies, *Journal of Corporate Finance*, 25, 251-273.

Shen W., Cannella A. A., (2002), Revisiting the performance consequences of CEO succession: The impacts of successor type, postsuccession senior executive turnover, and departing CEO tenure, *Academy of Management Journal*, 45(4), 717-733.

Shen W., Cannella A. A. (2002), Power dynamics within top management and their impacts on CEO dismissal followed by inside succession, *Academy of Management Journal*, 45(6), 1195-1206.

Shleifer A., Vishny R. W., (1986), Large shareholders and corporate control, *The Journal of Political Economy*, Vol 94, Issue 3, Parte 1, pp461-488.

Siggelkow N., (2002), Evolution toward fit, *Administrative Science Quarterly*, 47: 125-159.

Smith K. G., Grimm C. M., Gannon M. J., Chen M. J., (1991), Organizational information processing, competitive responses, and performance in the US domestic airline industry, *Academy of Management journal*, 34(1), 60-85.

Snichelotto M., Pegoraro A., (2009), Le operazioni di M&A come strumento del vantaggio competitivo, *RiVista*, 3.

Staw B. M., Ross J., (1987), Behavior in escalation situations: antecedents, prototypes, and solutions, *Researching Organizational Behavior*, Vol. 9, Staw BM, Cummings LL (eds). JAI Press: Greenwich, CT; 9:39 – 78.

Stevenson H. H., Jarillo J. C., (1990), A paradigm of entrepreneurship: Entrepreneurial management, *Strategic management journal*, 11(5), 17-27.

Tardivo G., Schiesari R., Miglietta N., (2012), *Corporate Finance*, ISEDI

The Kay Review of UK Equity Markets and Long-Term Decision Making, Final Report, (2012), pag 6.

Thomas A. S., Ramaswamy K., (1996), Matching managers to strategy: further tests of the Miles and Snow typology, *British Journal of Management*, 7(3), 247-261.

Tushman M. L., Romanelli E., (1985), Organizational evolution: a metamorphosis model of convergence and reorientation, *Research in Organizational Behavior*, Vol. 7, Cummings LL, Staw BM (eds). JAI Press:Greenwich, CT; 171 – 222.

Tushman M. L., Rosenkopf L., (1996), Executive succession, strategic reorientation and performance growth: A longitudinal study in the U.S. cement industry, *Management Science*, 42(7), 939-953.

Tse D. K., Lee K. H., Vertinsky I., Wehrung D. A., (1988), Does culture matter? A cross-cultural study of executives' choice, decisiveness, and risk adjustment in international marketing, *The Journal of Marketing*, 81-95.

Utterback J. M., Abernathy W. J., (1975), A dynamic model of process and product innovation, *Omega*, 3(6), 639-656.

Vancil R. M., (1987), *Passing the baton: Managing the process of CEO succession*, Cambridge, Massachusetts: Harvard Business School Press.

Warner J. B., Watts R. L., Wruck K. H., (1988), Stock prices and top management changes, *Journal of Financial Economics*, Volume 20, Pages 461–492.

Weber M., (1947), The routinization of charisma, A. M. Henderson & T. Parsons (Eds.), *The theory of social and economic organization* (pp. 363-373, 386-392), Glencoe, Ill: Free Press.

Weick K.E., (1991), The nontraditional quality of organizational learning, *Organization Science*, 2:116–124.

Weime J., Pape J., (1999), A Taxonomy of Systems of Corporate Governance, *Corporate Governance: An International Review*, Volume 7, Issue 2, pages 152–166.

Weisbach M. S., (1988), Outside director and CEO turnover. *Journal of Financial Economics*, 20, 431-60.

Westphal J. D., Zajac E. J., (1995), Who Shall Govern? CEO/Board Power, Demographic Similarity, and New Director Selection, *Administrative Science Quarterly*, Vol. 40, No. 1 , pp. 60-83.

Williamson O., (1975), *Markets and hierarchies*, New York: Free Press.

Wu S., Levitas E., Priem R. L., (2005), CEO tenure and company invention under differing levels of technological dynamism, *Academy of Management Journal*, 48(5), 859-873

Wulf T., Miksche J., Roleder K., Stubner S., (2010), Performance over the CEO Lifecycle—A Differentiated Analysis of Short and Long Tenured CEOs, HHL Working Paper 88, Leipzig, Germany.

Xiea B., Davidson III W. N., (2003), Earnings management and corporate governance: the role of the board and the audit committee, *Journal of Corporate Finance*, Volume 9, Issue 3, Pages 295–316.

Yim S., (2013), The acquisitiveness of youth: CEO age and acquisition behavior, *Journal of financial economics*, 108(1), 250-273.

Zajac E. J., (1998), CEO selection, succession, compensation and firm performance: A theoretical integration and empirical analysis, *Strategische Management theorie*, 11, 96.

Zwiebel J., (1995), Corporate conservatism and relative compensation, *Journal of Political economy*, 1-25.